



# **ESPAÑA EN TIEMPO DE DESCUENTO**

**Situación y perspectivas de la economía española**

**Freemarket Corporate Intelligence**

Noviembre de 2011



## Índice

|              |                                                                                    |           |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>I.</b>    | <b>Una situación límite .....</b>                                                  | <b>3</b>  |
| <b>II.</b>   | <b>La economía global se desacelera y la Eurozona al borde de la recesión.....</b> | <b>6</b>  |
| <b>III.</b>  | <b>España, una herencia envenenada .....</b>                                       | <b>8</b>  |
| <b>IV.</b>   | <b>Una posición deudora insostenible.....</b>                                      | <b>10</b> |
| <b>V.</b>    | <b>Todo está por hacer... ..</b>                                                   | <b>14</b> |
| <b>VI.</b>   | <b>El ajuste presupuestario está pendiente.... ..</b>                              | <b>15</b> |
| <b>VII.</b>  | <b>Un modelo autonómico en quiebra técnica .....</b>                               | <b>23</b> |
| <b>VIII.</b> | <b>Un sistema financiero por sanear.....</b>                                       | <b>25</b> |
| <b>IX.</b>   | <b>La competitividad y la productividad durante la crisis .....</b>                | <b>30</b> |
| <b>X.</b>    | <b>Previsiones económicas: recaída en la recesión .....</b>                        | <b>36</b> |

## I. Una situación límite

La economía española se encuentra en una situación de extrema gravedad. La combinación de unos desequilibrios estructurales ni resueltos ni encauzados con la tormenta que azota la Eurozona coloca a España en un entorno crítico. A la vista de los últimos datos de Contabilidad Nacional, la cuestión no es la consolidación de un largo período de bajo crecimiento, sino la entrada en una dilatada fase de recesión-estancamiento. Por añadidura, el paulatino cierre del acceso del sector privado a los mercados financieros junto a la creciente aversión al riesgo soberano español, consecuencia tanto del panorama presupuestario, financiero y económico interno como de la fórmula adoptada por los líderes de la Eurozona para resolver la crisis de deuda y bancaria amenazan con transformar los problemas de liquidez de la economía española en un problema de solvencia.

Si ese peligro no se ha materializado en los últimos meses, ha sido por la asistencia del BCE y porque los mercados han concedido un voto “temporal” de confianza a España en espera de que un cambio de gobierno permita abordar una política que reconduzca las finanzas públicas a la senda de la sostenibilidad, sanee el sistema banca-cajas y sienta las bases de la recuperación. Esta es la diferencia cualitativa esencial entre la posición de Italia y la de España.

En este contexto, los acuerdos cerrados en la Cumbre europea del 26-O y la ausencia de ellos en la del G-20 del 4 de noviembre no contribuyen a mejorar las perspectivas económico-financieras de España.

**En primer lugar**, la aplicación de una quita “voluntaria” del 50 por 100 para los tenedores privados de deuda griega no resuelve el problema de su sostenibilidad aunque se aplique en su totalidad. Ese recorte situaría la ratio deuda PIB en el 120 por 100 del PIB a finales de 2020, un nivel insostenible. Por tanto, la hipótesis de un *default* de Grecia en los próximos 12-18 meses no ha desaparecido. El riesgo de contagio para los Estados con posiciones financieras y bancarias frágiles no ha disminuido como muestra

la peligrosa deriva de Italia. La incertidumbre sobre Grecia no se ha despejado y la inestabilidad política italiana agudiza las tensiones en los mercados internacionales de bonos. Ello crea un clima de incertidumbre con claros efectos desestabilizadores sin que sea posible descartar una ruptura del euro.

**En segundo lugar**, el diseño del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) carece de capacidad operativa real. Ni tiene la dimensión necesaria para paliar una potencial falta de acceso de Italia y de España ni para disuadir a especuladores y a los inversores de dejar de suministrar fondos a los Estados con dificultades bien porque esperan obtener beneficios a corto o porque cuestionan su capacidad de pago. Por otro, no puede actuar con rapidez en tanto sus decisiones han de adoptarse por unanimidad. Ambos elementos lo inutilizan como un instrumento eficaz para combatir la crisis de deuda y bancaria y evitar su contagio.

**En tercer lugar**, la posibilidad de acceder a los recursos del FEEF sólo es posible si los bancos no logran obtenerlos de fuentes privadas de capital o los Estados no consiguen disponer de los recursos necesarios para aportar el necesario. Esto crea incentivos para que los inversores cierren el acceso a la financiación a los países problemáticos en la confianza de que el FEEF les rescate. Como esto es imposible para economías como la italiana y la española, la única fórmula efectiva sería permitir al BCE adoptar una política de flexibilización cuantitativa. La idea de que los bancos obtengan un aval solidario de todos los Estados de la UE para facilitar su acceso al mercado mayorista y permitir que el crédito fluya se enfrenta a los mismos problemas que la emisión de eurobonos para facilitar la financiación de la deuda soberana y es dudoso que, si prospera, lo haga en una forma que sea suficiente para resolver el problema.

**En cuarto lugar**, las exigencias de capital planteadas para la banca, así como la obligación de dotar activos como la deuda pública a su precio de mercado actual frente al que tenía a 30 de septiembre de 2011 van a generar severas tensiones sobre la delicada situación de los bancos europeos, en especial sobre los de la periferia y un

endurecimiento de las, ya muy severas, condiciones crediticias en esos Estados de la Zona Euro. Esto tiene unas repercusiones alarmantes...

Si los bancos y las cajas españolas tienen, salvo contadas y decrecientes excepciones, bloqueada la financiación externa privada, su situación empeora al verse obligados a “actualizar”, a precios de hoy, la deuda pública vieja, la anterior a 30 de septiembre de 2011, cuyo valor era muy superior al actual. Esta obligación aumenta sus necesidades de capital. Al mismo tiempo, supone de facto una rebaja del rating de la deuda española y su corolario, un cuestionamiento de la solvencia del Reino de España cuyos efectos son bien un encarecimiento de la financiación del Tesoro bien la imposibilidad de colocar sus emisiones. Las cosas se complican aún más por el tiempo fijado para finalizar el proceso de recapitalización: 30 de junio de 2012.

El resultado es un agravamiento de la dura sequía de crédito experimentada por la economía española. De este modo, las probabilidades de que las dificultades de liquidez degeneren en una cuestión de solvencia son muy altas. En el caso de España, las proclamas realizadas en el documento aprobado en la Cumbre del 26-O conforme a las cuales se evitará un *desendeudamiento* acelerado y desordenado de los bancos y cajas son utópicas como también lo es pensar que se mantendrá el flujo de crédito a la economía real. El endurecimiento de las restricciones crediticias soportadas por las familias y por las empresas españolas tendrá un efecto demoledor sobre el consumo y sobre la inversión, así como sobre las posibilidades de los agentes económicos de refinanciar sus préstamos.

Ante este panorama, la coyuntura española puede derivar hacia una peligrosa espiral *deuda-deflación*. Si las entidades crediticias, las empresas y las familias proceden a una venta masiva y simultánea de sus activos para recapitalizarse unas y para recortar su endeudamiento las otras, el precio de estos caerá en picado y los recursos obtenidos de su enajenación no sólo no reducirán la deuda del vendedor, sino que la aumentarán. En ese marco, el valor de los colaterales se derrumbará mientras el peso nominal de la deuda se mantiene. En respuesta, los bancos reestructurarán su cartera de préstamos,

cortarán sus líneas de crédito. Esto agravará la contracción crediticia y desatará una segunda oleada de bancarrotas de los agentes privados que agudizará las tensiones financieras y reducirá de manera adicional el valor de los activos porque los agentes privados se verán forzados a venderlos a cualquier precio para pagar sus deudas.

En estos momentos, la hipótesis del desencadenamiento de una espiral de esta naturaleza es una amenaza real reforzada además por una no descartable ruptura del euro. La ausencia de mecanismos que permitan afrontar shocks sistémicos como el existente en estos momentos y las dificultades político-institucionales para encontrar una respuesta común a ellos hacen muy difícil que la unión monetaria pueda sobrevivir. Esa es la percepción racional de los inversores y de los mercados de capitales.

## II. La economía global se desacelera y la Eurozona al borde de la recesión

La economía internacional se ralentizará en 2012 tras una frágil y modesta recuperación experimentada del bienio 2010-11. Esta recaída, con riesgos de desembocar en una recesión en EE.UU. y en la Eurozona, era inevitable. No se han corregido los desequilibrios que estuvieron en el origen de la Gran Recesión. Una sólida reactivación de la actividad económica en los países *deficitarios*, sobre todo en EE.UU., exigía cumplir tres condiciones: **una**, un aumento sustancial del ahorro total para reducir su endeudamiento; **dos**, un incremento del flujo de fondos prestables a disposición de los hogares y de las empresas; **tres**, un relanzamiento del gasto privado. Como cerrar ese círculo virtuoso en los años posteriores a una crisis financiera es imposible, la demanda doméstica se debilita y, con ella, el crecimiento. En este marco, el PIB sólo crecerá si la demanda externa se reactiva. Esto significa que las exportaciones netas han de aumentar o, mejor, las importaciones netas deben decrecer en las economías *deficitarias*. Sin embargo, eso sólo es factible, si los países *superavitarios* reducen sus exportaciones; esto es, impulsan su demanda interna. Esto no ha sucedido y no tiene visos de suceder...

El dinamismo de las economías emergentes se debilitará de manera significativa en 2012. El mantenimiento de un yuan artificialmente depreciado para estimular las exportaciones está comenzando a tener un efecto boomerang sobre la economía de China. Esta empieza a percibir los “desagradables” resultados de su decisión unilateral de crear una zona monetaria común con los EE.UU. fijando su tipo de cambio al del dólar. La agresiva expansión monetaria introducida por las autoridades chinas en 2009 para protegerse del impacto depresivo de la crisis global no se ha traducido en mayor crecimiento, sino en un repunte de la inflación. Si el consumo privado norteamericano no se reanima con rapidez, hipótesis improbable en 2012, la maquina exportadora china se desacelerará con intensidad. Al mismo tiempo, los problemas inflacionarios están impulsando una apreciación del tipo de cambio real del yuan que neutraliza las ventajas competitivas de un tipo de cambio nominal depreciado. Este desarrollo es muy preocupante para una economía mercantilista cuyo dinamismo reposa en su vigor exportador. Es improbable que el gobierno chino acepte los costes económicos y sociales que entraña una inflación alta e intentarán disminuirla lo que implica una desaceleración de la economía en 2012 muy superior a la prevista por los analistas y los organismos internacionales.

Los EE.UU. están inmersos en un proceso de consolidación fiscal que unido al, todavía elevado, endeudamiento de las familias y al débil pulso de la inversión es posible que desemboque en una recesión en 2012. Pero el efecto secundario de esa situación es la insostenibilidad de un modelo económico sustentado en la demanda externa como el “único” pilar del crecimiento. Esta lección para las economías exportadoras se aplica no sólo a China, sino también al núcleo duro de la Eurozona, liderado por Alemania, y a los países emergentes que son incapaces o no han avanzado hacia un modelo más equilibrado entre su competitividad externa y el crecimiento de su demanda doméstica. En el corto y el medio plazo, las endeudadas economías de España y del resto de los Estados de la periferia europea no tienen posibilidades de crecer a través de su demanda interna. Dependen del crecimiento de Alemania y del resto del mundo. Pero, como se ha señalado, los EE.UU. no están en condiciones de ser el motor de la demanda global durante un espacio temporal largo. China se enfrenta desde la óptica de este informe a

una reducción sensible de sus tasas de crecimiento en 2012 y, más grave, ante los primeros síntomas de agotamiento de su actual patrón de crecimiento, y Alemania se encuentra en una posición similar, agravada por la previsible desaceleración de la economía china y de la norteamericana, dos de sus principales mercados exportadores. Así pues, la evolución de la economía internacional no ayudará a “tirar” de la española a lo largo del año próximo.

### **III. España, una herencia envenenada**

En España, el nuevo gobierno que salga de las urnas el 20 de noviembre se enfrentará a un escenario dramático. El déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas no será inferior al 8 por 100 del PIB, dos puntos por encima del fijado por el gabinete socialista. Desde esa base deberá descender al 4,4 por 100 del PIB al cierre del ejercicio 2012 para cumplir los compromisos establecidos en el Plan de Estabilidad y Crecimiento. La contracción del crédito se acentuará como consecuencia de la necesidad de sanear-reestructurar-recapitalizar el sistema bancario dentro de los parámetros fijados por la UE. Esto deprimirá de modo adicional el consumo y la inversión de los hogares y de las empresas. Estas verán restringido y encarecido de manera sustancial tanto su acceso al crédito nuevo como su posibilidad de refinanciar sus préstamos. El paro se situará al final de 2011 en una tasa del orden del 22 por 100 de la población activa y no disminuirá en el corto plazo. Por último, el gabinete entrante se encontrará con el inicio de una nueva fase recesiva a partir del último trimestre de 2011. Este conjunto de elementos plantea un escenario muy preocupante en el corto y en el medio plazo.

Por un lado, las condiciones financieras se van a deteriorar como consecuencia de la crisis de deuda soberana y bancaria europea. En el horizonte inmediato, el problema urgente no es el abultado endeudamiento externo acumulado por la economía nacional, superior al 90 por 100 del PIB, sino la necesidad de refinanciar unos vencimientos de la deuda pública y privada cercana a los 400 mil millones de euros a lo largo de 2012. Este

contexto está sometido a un stress adicional a causa del plazo y de la fórmula elegida para recapitalizar la banca europea. Por otro, la consolidación de un bajo crecimiento económico y de una elevada tasa de desempleo son riesgos reales que alimentan un círculo vicioso económico-financiero.

Así pues, las perspectivas de la economía española para 2012 sugieren una recaída en la recesión. Aunque el próximo gabinete ponga en marcha un programa de ajuste y de reformas de amplio alcance y lo haga con rapidez, aunque esta política mejore la confianza de los mercados, es improbable que se produzca un retorno a tasas de crecimiento cercanas a las de la pre-crisis antes del final de la próxima legislatura. La recuperación será lenta. Este comentario es fundamental para conjurar la tesis según la cual la entrada de un nuevo gobierno va a producir efectos benéficos inmediatos como sucedió en 1996. Existen profundas diferencias entre la posición macroeconómica y financiera de España entonces y la existente ahora.

En 1996, el escenario económico nacional era malo existían unas condiciones internas y externas que permitían superar la crisis con celeridad. Así, el endeudamiento del sector privado era muy inferior al actual. Los bancos y las cajas de ahorros tenían una sólida posición financiera y el canal del crédito no estaba dañado. El Estado tenía un considerable margen para obtener ingresos a través de las privatizaciones. Las autonomías y los ayuntamientos no estaban al borde de la bancarrota. Las devaluaciones habían permitido ganar competitividad y.... la economía mundial estaba en pleno ciclo expansivo. La crisis del período anterior al triunfo del PP en 1996 era una recesión tradicional, no una producida por la metástasis a la economía real y financiera de un sobre endeudamiento del sector privado primero y del público después del desplome de una burbuja inmobiliaria. Tener en cuenta este hecho es fundamental para no cometer errores de diagnóstico ni incurrir en un optimismo frustrante.

En suma, España no está fuera de la zona de peligro del euro, sino inmersa en ella. Los desequilibrios y las debilidades estructurales acumuladas durante los años de la bonanza y la incapacidad del gobierno de hacerles frente han creado una situación explosiva. En

estos momentos, está todo por hacer. El ajuste presupuestario, el saneamiento y reestructuración del sistema financiero y las reformas estructurales, en especial, la del mercado de trabajo, sin las cuales es imposible crecer han de ponerse en marcha de manera simultánea y sin pérdida de tiempo. Existe la probabilidad de que la economía española pierda o vea severamente restringido su acceso a la financiación externa. Así pues, no cabe el gradualismo. Es imprescindible aplicar una terapia de choque para generar credibilidad y ganar la confianza de los agentes económicos privados y públicos, de dentro y de fuera del país... España está en tiempo de descuento...

En cualquier caso, la experiencia irlandesa muestra que la austeridad presupuestaria y las reformas estructurales rinden frutos. Ese país ha recuperado la competitividad perdida durante los años del boom ajustando a la baja los costes laborales unitarios, lo que ha generado un superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente y ha impulsado la vuelta al crecimiento. Este cambio en el comportamiento macroeconómico irlandés ha eliminado presión sobre su deuda y ha desvinculado su evolución de la experimentada por los demás Estados de la periferia.

#### **IV. Una posición deudora insostenible**

Desde el comienzo de la crisis en 2007, la velocidad de crecimiento de la deuda de los sectores no financieros ha sido muy superior a la del PIB. En poco más de cuatro años, su participación en el mismo se ha incrementado en más de un 40 por 100. En estos momentos, la deuda total supera con creces los tres mil millones de euros. Su componente más dinámico ha sido la Administración Pública cuyo endeudamiento ha pasado del 39,4 por 100 del PIB a ser un 73 por 100 del PIB y con una trayectoria alcista. En cambio, la deuda de las sociedades no financieras y la de los hogares ha crecido hasta el 2009 y después ha mantenido una moderada tendencia bajista. El proceso de desendeudamiento del sector privado está en curso mientras el del sector público ni siquiera ha comenzado.

### Deuda de los Sectores no Financieros

(en % del PIB)

|         | Administraciones<br>Central | Administraciones<br>Territoriales | Empresas | Hogares | Total |
|---------|-----------------------------|-----------------------------------|----------|---------|-------|
| 2007    | 30,8                        | 8,6                               | 131,9    | 83,2    | 254,5 |
| 2008    | 35,7                        | 9,6                               | 137,1    | 83,9    | 266,3 |
| 2009    | 48,7                        | 12                                | 140,8    | 86,4    | 287,9 |
| 2010    | 52,1                        | 15,4                              | 141,5    | 85,7    | 294,7 |
| 2011 II | 56,2                        | 16,8                              | 138,4    | 84,1    | 295,5 |

**Fuente:** Cuentas financieras del Banco de España

**Nota:** Los datos de 2011 son los últimos disponibles que van solo hasta el segundo trimestre de 2011.

El endeudamiento total de la economía española es relevante a efectos de medir su sostenibilidad, sobre todo, en un contexto de recesión en el horizonte del corto plazo y de bajo crecimiento en el medio plazo. Existe el riesgo de que un problema de liquidez degenera en uno de solvencia, sobre todo, en un entorno internacional como el actual. Esta es la consecuencia de la ligazón entre una abultada deuda del sector privado al que se ha sumado un incremento muy sustancial de la del sector público. Los mercados no discriminan entre ambas modalidades de deuda. Las integran como una muestra de las obligaciones de la economía española y de las tensiones de financiación a las que se enfrenta. **Primer indicador de vulnerabilidad.**

Por otra parte, otro indicador relevante, la Posición Inversora Internacional Neta de la economía española (PIIN) arrojó en el segundo trimestre de 2011 un saldo negativo de 1,021 billones de euros. Esta es la diferencia entre lo adeudado a España en el exterior y lo que España debe al resto del mundo. Este desequilibrio ha crecido de manera descontrolada y a un ritmo vertiginoso desde los comienzos de la crisis. Ello se traduce en una elevada vulnerabilidad ante un brusco recorte o una retracción de los flujos financieros recibidos por el país. **Segundo indicador de vulnerabilidad.**

### Posición Inversora Internacional Neta

|                             | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011(p) |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>M. Millones de Euros</b> | -436,4 | -505,5 | -648,2 | -822,8 | -863,1 | -982,7 | -941,3 | -1021,3 |
| <b>% PIB</b>                | 49,6   | 55,6   | 65,9   | 78,1   | 79,3   | 93,2   | 88,6   | 96,5    |

**Fuente:** Banco de España

**Nota:** El dato en miles de millones de euros para 2011 es el del segundo trimestre del año. El dato en porcentaje del PIB es una estimación propia partiendo de un crecimiento estimado del Producto Interior Bruto del 0,5.

La negativa evolución de la PIIN de España ha sido mucho más acusada que en otros países de la Unión Europea tanto centrales como periféricos. En la siguiente tabla se recogen los resultados de una comparativa a este respecto. En ella se observa que la deuda exterior neta española es muy superior al de las demás economías europeas. Es 2,8 veces la de Italia y Reino Unido, 3,8 veces la de Grecia y 3,9 veces la de Francia.

### Posición Inversora Internacional Neta en el año 2010 (1)

|                    | Saldo  | Activos | Pasivos |
|--------------------|--------|---------|---------|
| <b>España</b>      | -1.263 | 1.673   | 2.936   |
| <b>Italia</b>      | -453   | 2.734   | 3.187   |
| <b>Reino Unido</b> | -446   | 10.943  | 11.390  |
| <b>Grecia</b>      | -331   | 315     | 646     |
| <b>Francia</b>     | -325   | 6.622   | 6.947   |

(1) En dólares

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional.

Esta situación deudora ha sido el resultado de la acumulación de déficits corrientes no respaldados por un ahorro nacional para financiarlos, lo que se tradujo en una apelación constante y creciente al endeudamiento externo. Este flujo de demanda de ahorro foráneo queda reflejado en la evolución de los déficits por cuenta corriente de los últimos cuatro años, según los datos indicados en la tabla siguiente denominada “Saldo de la Balanza de Pagos por Cuenta Corriente”. En el caso de 2011 se muestran sólo los datos de los ocho primeros meses del año. Si se los compara con los mismos datos del año anterior se ha producido un descenso del 12,6 por 100 respecto a este mismo periodo como consecuencia del hundimiento de la demanda doméstica.

Esa mejoría del saldo de la cuenta corriente es de una extraordinaria mediocridad. Su consolidación en valores alrededor del 4 por 100 del PIB después la intensa contracción registrada por el consumo y el ahorro internos desde el inicio de la crisis refleja una situación insostenible. Para invertirla, la balanza corriente ha de acumular superávit primarios durante un período no inferior a cinco años. Ello requiere un descenso de los costes internos y unas ganancias de productividad que permitan desplazar los parámetros de crecimiento de la demanda interna al sector de bienes comercializables. El problema es que ese proceso de ajustes no es rápido; lleva mucho tiempo... **Tercer indicador de vulnerabilidad.**

#### Saldo de la Balanza de Pagos por Cuenta Corriente

|              | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(p) |
|--------------|------|------|------|------|---------|
| En % del PIB | -9,9 | -9,6 | -5,1 | -4,5 | -4,2    |

Fuente: Banco de España. FMI.

Nota: El dato para 2011 se ha sacado del FMI.

En 2012, la economía española tiene la imperiosa necesidad de refinanciar vencimientos de deuda del sector privado, del público y de las entidades de crédito por un importe de 378.000 millones de euros. Eso sin contar la demanda de refinanciación de las compañías que no forman parte del IBEX-35. Con los mercados mayoristas cerrados o muy restringidos, con las negativas perspectivas económicas del país y con la situación internacional, este objetivo parece inalcanzable por la vía ordinaria; es decir, por el suministro de fondos por parte de los mercados de capitales o por el interbancario. De nuevo, las dificultades de liquidez tienen serias posibilidades de degenerar en un problema de solvencia. **Cuarto indicador de vulnerabilidad.**

#### Vencimientos de deuda en 2012

| Ente                           | Cuantía (en millones de euros) |
|--------------------------------|--------------------------------|
| Administración del Estado      | 140.000                        |
| Administraciones Territoriales | 83.000                         |
| Bancos y Cajas                 | 120.000                        |
| Empresas (1)                   | 35.000                         |
| <b>Total</b>                   | <b>378.000</b>                 |

(1) Sólo las compañías del IBEX-35. Fuente: Elaboración propia



Por último, la prima de riesgo, el sobreprecio pagado por el Reino de España para financiarse en los mercados se ha incrementado de manera espectacular respecto al bono alemán desde la vuelta del verano. No ha bajado de los 300 puntos básicos desde la primavera y ha sobrepasado los 400 pb este otoño. Este es el reflejo de la creciente pérdida de confianza de los inversores en la economía española y tiene un impacto colateral muy dañino sobre las empresas. El diferencial es el suelo desde el que se determina el coste de la financiación externa para el sector privado. **Quinto indicador de vulnerabilidad.**



## V. Todo está por hacer....

En términos estilizados, la economía española ha de resolver dos tipos de problemas:

- a) Los desequilibrios provocados por la acumulación de elevados y potencialmente insostenibles niveles de deuda en los sectores público y privado.

- b) Los desequilibrios en los flujos, es decir, la falta de crecimiento y competitividad, un abultado déficit público y el déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente.

La corrección de los primeros exige mayor crecimiento y una tasa de ahorro más alta. La disminución de los segundos requiere un programa de austeridad fiscal que reduzca el déficit de las Administraciones Públicas, una depreciación del tipo de cambio real vía reducción de costes internos para mejorar la competitividad y un paquete de reformas estructurales para elevar el potencial de crecimiento y la productividad de la economía. Por último, esa política no funcionará si no se restaura el funcionamiento del canal de crédito, lo que implica acometer un proceso rápido de saneamiento, capitalización y reestructuración del sistema financiero.

Ese conjunto de medidas ha de introducirse de manera simultánea y con un calendario preciso y transparente.

## **VI. El ajuste presupuestario está pendiente....**

A lo largo de los últimos cuatro ejercicios presupuestarios, el ajuste del déficit público ha sido insuficiente y coyuntural. Se pasó de un superávit del 1,9 % del PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas en 2007 a un déficit del 4,5 en 2008 y de 11,2 en 2009, que exceden respectivamente en 1,5 y 8,2 puntos a sus valores de referencia. En 2010, el saldo negativo de las Administraciones Públicas fue del 9,3 por 100 del PIB. Y en 2011 no será inferior al 8 por 100 del PIB.

La previsión gubernamental de una ratio déficit público-PIB del 6 por 100 al final de este año es de imposible cumplimiento como lo era cuando se realizó y ya se comentó en el informe *“La crisis no ha terminado”* publicado por Freemarket CI en marzo de 2011. Los supuestos sobre los se basaba dicha previsión han saltado en pedazos:

- El PIB no crecerá un 1,3 por 100 en 2011, sino entre un 0,5 por 100 y un 0,7 por 100.

- El precio del barril de crudo no ha situado en los 82 dólares; supera los 100 dólares.
- Y, por supuesto, los tipos de interés a largo no están en el 2,8 por 100, sino por encima del 5 por 100.

A su vez, los déficits de las CC.AA. y de la Seguridad Social serán sensiblemente superiores a los previstos por el gobierno en su cuadro macroeconómico. Además, no es descartable la aparición de un déficit no contabilizado como ya sucedió en 1996 y como está sucediendo en numerosas autonomías. Desde esta perspectiva, la consecución de un desequilibrio presupuestario para el conjunto de las Administraciones Públicas del 4,4 por 100 del PIB a finales de 2012 exigirá un esfuerzo titánico. Sólo es posible con una drástica contracción del gasto público y con actuaciones complementarias desde el lado de la oferta para relanzar el crecimiento.

El origen de este espectacular desequilibrio de las finanzas públicas no ha sido sólo ni principalmente la desaceleración de la economía, sino las decisiones discrecionales instrumentadas por el gabinete gobernante. Estas explican, al menos, la mitad del déficit público registrado durante la fase recesiva. España es un caso paradigmático del fracaso de las medidas keynesianas para estimular la actividad: Cero de aportación al crecimiento y, eso sí, la herencia de un endeudamiento público inédito que sumado al registrado por el sector privado genera unas necesidades de financiación insostenibles no ya en el medio y en el largo plazo, sino en el corto. En este contexto, los mercados se cerrarán para la economía española en ausencia de un programa de consolidación fiscal creíble.

En el cuadro y el gráfico posteriores se muestran el impacto contractivo provocado por la actuación fiscal del gabinete. Por un lado, el incremento del desequilibrio de las cuentas de las Administraciones Públicas ha tenido un *efecto ricardiano*: es decir, su

teórico impacto expansivo sobre la demanda interna se ha visto neutralizado por el aumento del ahorro de las familias<sup>1</sup>.

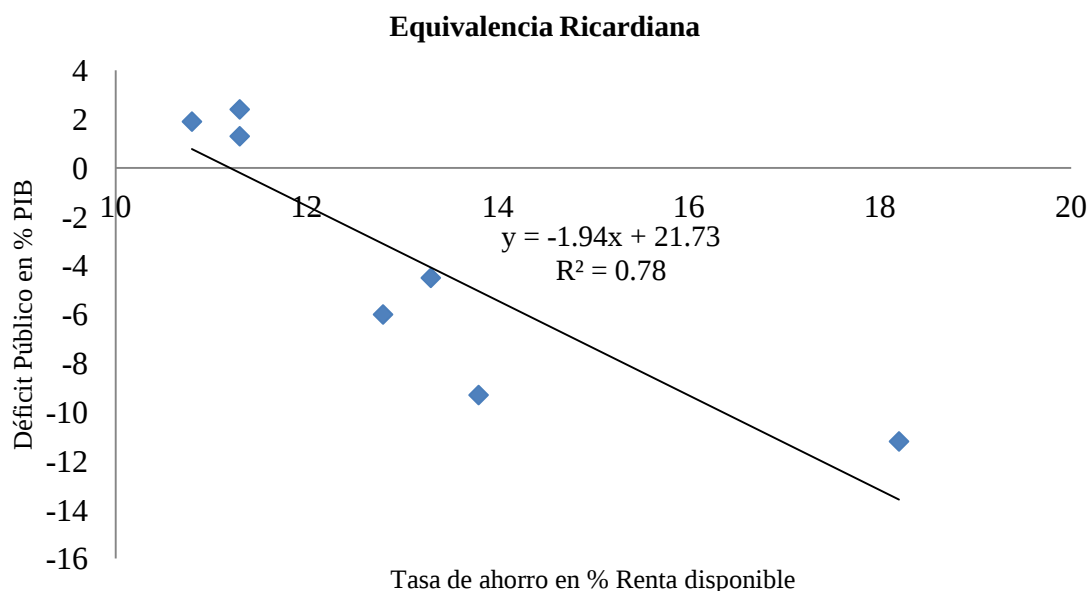
### Efecto Ricardo

|      | Tasa de ahorro (1) | Déficit Público (2)            |
|------|--------------------|--------------------------------|
| 2005 | 11,3               | 1,3                            |
| 2006 | 11,3               | 2,4                            |
| 2007 | 10,8               | 1,9                            |
| 2008 | 13,3               | -4,5                           |
| 2009 | 18,2               | -11,2                          |
| 2010 | 13,8               | -9,3                           |
| 2011 | 12,8               | -6<br>(previsión del gobierno) |

(1) En % renta disponible (2) En % PIB

Fuente: INE y Banco de España

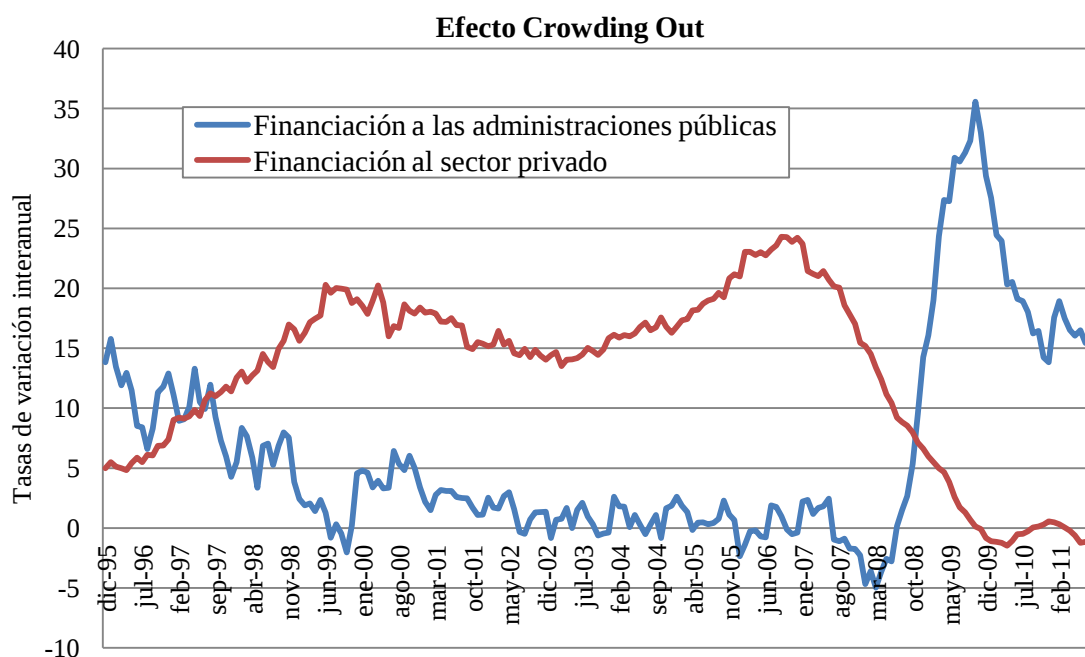
El gráfico que sigue refleja una correlación de casi el 80 por 100 entre la tasa de ahorro de los hogares medida en porcentaje de la Renta Disponible de las mismas y el déficit Público en porcentaje del PIB. Esto significa que asistimos ante una equivalencia ricardiana de libro:



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Contabilidad Nacional y del Banco de España

<sup>1</sup> En este sentido se “acepta” que el comportamiento de las economías domésticas ante la evolución del déficit presupuestario en 2011 es consistente con las previsiones del gobierno, lo que no se corresponderá con la realidad.

Por otro lado, se ha producido un brutal efecto expulsión; esto es, un desplazamiento del crédito disponible para el sector privado por las necesidades de financiación del sector público.



¿Qué hacer? Las medidas a tomar deben centrarse en la introducción de recortes en el gasto estructural. Es problemático, ineficaz y contraproducente congelar o recortar todos los años el salario de los funcionarios, las pensiones, por citar dos ejemplos. Esto resulta capital, una vez más, si se tiene en cuenta que el objetivo de déficit proyectado por el actual gobierno para 2012, el 4,4 por 100 del PIB, se sustenta de nuevo en una previsión de crecimiento del 2,3 por 100, inalcanzable a la vista de la realidad económica nacional e internacional. Es más, esa tasa de aumento del PIB es de improbable materialización antes de 2014, ya que el potencial de crecimiento de la economía nacional se ha reducido de manera dramática con motivo de la crisis.

### Crecimiento Potencial de la Economía Española

| Media 89-98 | Media 99-08 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------|-------------|------|------|------|------|
| 2,8         | 3,6         | 1,6  | 0,7  | 0,8  | 1,1  |

Fuente: Economic Outlook 89 OECD

El proceso de consolidación presupuestaria abordado por el gabinete socialista no introdujo recortes en partidas fundamentales (por ejemplo, las prestaciones por desempleo) ni en las ligadas a un exceso de demanda, léase la sanidad, y de oferta, el “invento” de la dependencia, que han incrementado los componentes estructurales del gasto. Si bien, algunos programas del Estado del Bienestar, alcanzarán su nivel máximo de presión sobre el gasto público en el horizonte del largo plazo, los inversores y los mercados ya los han descontado como una variable que compromete la estabilidad financiera de las cuentas públicas, lo que exige actuar ya.

En este marco, poner freno al coste del gasto en sanidad es una cuestión esencial. La introducción del copago, la imposición por ley a las autoridades sanitarias de la imposibilidad de gastar más de lo presupuestado y la reducción de la cartera de servicios sanitarios o la introducción de competencia en el modelo de salud pública contribuirían a frenar la expansión del gasto en sanidad.

### **Gasto Público y Envejecimiento de la Población** (En % del PIB)

|                    | <b>2007</b> | <b>2010</b> | <b>2030</b> | <b>2060</b> | <b>2007-60</b> |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| <b>Total</b>       | 19,2        | 20,0        | 22,4        | 28,2        | 9,0            |
| <b>Pensiones</b>   | 8,4         | 8,9         | 10,8        | 15,1        | 6,7            |
| <b>Sanidad</b>     | 5,5         | 5,6         | 6,3         | 7,2         | 1,7            |
| <b>Dependencia</b> | 0,5         | 0,7         | 1,0         | 1,4         | 0,9            |
| <b>Educación</b>   | 3,5         | 3,4         | 3,4         | 3,6         | 0,1            |
| <b>Desempleo</b>   | 1,3         | 1,4         | 0,9         | 0,9         | 0,4            |

Fuente: Ageing Report, European Commission, 2009.

Por otra parte, el nuevo gobierno tiene margen para acometer un paquete de recortes adicionales. Es posible y deseable conseguir ahorros en capítulos como el de los gastos de personal de las Administraciones Públicas. En términos relativos, el empleo público en España es mucho más alto que en el resto de la Eurozona como consecuencia de su fuerte crecimiento desde 2004 y, de manera acelerada, desde el inicio de la crisis. La inversión pública debe ser recortada. Durante década y media ha registrado tasas de incremento muy superiores a la media de la UE y la dotación de infraestructuras del país tiene la suficiente dimensión y calidad para no convertirse en una restricción al

crecimiento desde el lado de la oferta. También hay que reformar el sistema de protección al desempleo manteniendo la cuantía de la prestación pero reduciendo a la mitad su duración. Por último hay que cerrar las empresas públicas estatales, autonómicas y locales que carezcan de justificación económico-financiera y privatizar las que sean susceptibles de ello.

Además, las autonomías generan una dinámica gasto-déficit-deuda propia, cuyo impacto sobre las cuentas públicas se ve agravado por la crisis y por el mantenimiento de un nivel de gasto público insostenible al margen de un ciclo expansivo como el registrado por la economía española entre 1996 y 2007<sup>2</sup>. Este último componente del gasto tiene connotaciones explosivas ya que no es financiable ni con recursos internos ni con la apelación a los mercados. La futura Ley de Estabilidad Presupuestaria ha de imponer límites muy rígidos a la capacidad de las autonomías y ayuntamientos de endeudarse.

Los ajustes fiscales que han tenido éxito se han centrado siempre en el recorte del gasto en lugar de en subidas de impuestos y la disminución de los desembolsos del sector público se han aplicado a las transferencias, a los programas del Estado del Bienestar y al número de funcionarios más que a sus salarios. Esta es una consideración básica ya que cualquier estrategia de corrección del déficit que imponga, por modesta que sea, una subida de los impuestos tendría consecuencias negativas para el crecimiento y los ingresos porque se produciría en un entorno recesivo, al menos, en los primeros trimestres de 2012.

La insuficiencia del esfuerzo de austeridad fiscal-presupuestaria realizado por el gobierno y la gravedad de la posición de las finanzas públicas españolas se observa con claridad meridiana si se tiene en cuenta cuál es el déficit estructural; es decir, el desequilibrio financiero del sector público que no está ligado a la coyuntura, a la caída

---

<sup>2</sup> El desplome de la construcción ha reducido de manera estructural, esto es, permanente los ingresos de las administraciones periféricas un 25 por 100.

de la actividad producida por la crisis económica. En el cuadro siguiente se ve que es el mayor de los de los países de referencia con la excepción de Irlanda, Reino Unido y similar al de Grecia. Conviene recordar que el estado heleno, el irlandés y el portugués han tenido que ser intervenidos para evitar su colapso económico-financiero o que Italia está al borde de él.

#### **Déficit Estructural (en %PIB)**

| <b>Países</b>      | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Francia</b>     | -2,9        | -4,8        | -4,6        | -3,8        | -2,8        |
| <b>Reino Unido</b> | -5,9        | -8,5        | -8,0        | -6,3        | -4,7        |
| <b>Alemania</b>    | -0,7        | -1,1        | -2,3        | -1,4        | -0,9        |
| <b>Italia</b>      | -2,6        | -3,9        | -3,1        | -2,6        | -1,1        |
| <b>Portugal</b>    | -3,8        | -9,1        | -9,4        | -4,0        | -1,3        |
| <b>Grecia</b>      | -13,7       | -18,6       | -11,4       | -6,9        | -4,7        |
| <b>Irlanda</b>     | -13,3       | -11,6       | -8,9        | -6,8        | -5,5        |
| <b>España</b>      | -5,0        | -9,0        | -7,2        | -4,4        | -4,1        |

**Fuente:** FMI

Para cortar la trayectoria explosiva de la deuda española es vital estabilizar su participación en el PIB. Ello exige la generación de superávit primarios que iguallen el diferencial entre el crecimiento nominal del PIB y el interés de la deuda y realizar esa tarea en un entorno de elevación de la prima de riesgo para cubrir las emisiones y la refinanciación de la deuda del Reino de España. Si se asume el escenario “hiperoptimista” de un crecimiento potencial del PIB del 2 por 100 en términos reales, un punto menos que su tendencia histórica, y una inflación media del 2 por 100, la estabilización de la deuda obligaría a realizar un esfuerzo presupuestario adicional, de recorte del déficit. Es evidente que, si el crecimiento del PIB se mantiene durante los próximos ejercicios por debajo de ese potencial, el ajuste deberá ser mayor para evitar una crisis fiscal. En concreto con tasas de incremento del PIB del 0,4 por 100 y del 1,5 por 100, en los próximos dos años, estimación generosa, el superávit primario exigido para evitar el aumento de la ratio deuda/PIB sería respectivamente del 3,5 por 100 y del 2 por 100.

### Superávit Primario para Estabilizar la Ratio Deuda/PIB

| Países      | Superávit Primario<br>(en % PIB) | Esfuerzo Fiscal Adicional<br>(en % PIB) |
|-------------|----------------------------------|-----------------------------------------|
| Francia     | -1,2                             | 1,0                                     |
| Reino Unido | -0,7                             | 2,2                                     |
| Alemania    | -1,1                             | -1,3                                    |
| Italia      | 2,2                              | -0,1                                    |
| Portugal    | 0,6                              | 2,1                                     |
| Irlanda     | -0,3                             | 3,5                                     |
| Grecia      | 7,3                              | 6,3                                     |
| España      | -0,4                             | 1,6                                     |

**Fuente:** Elaboración Propia a partir de datos del FMI

Aunque la sabiduría convencional sostiene que la austeridad presupuestaria tiene un impacto contractivo sobre la actividad económica, esto no es necesariamente así. Si los recortes del gasto son percibidos como permanentes tienen consecuencias positivas sobre la demanda privada a través de tres mecanismos: **primero**, los consumidores anticipan un incremento de su renta permanente debido a la reducción de su carga fiscal futura; **segundo**, una contracción fiscal sostenida y creíble reduce la prima de riesgo de la economía y, con ella, las tasas de interés a largo plazo; **tercero**, la disminución del déficit libera y abarata los recursos disponibles para la inversión y el consumo privado. Las consecuencias expansivas de las políticas fiscales restrictivas son mayores cuando el binomio déficit-deuda presenta una trayectoria alcista anterior como sería el caso de España.

Ahora bien, el éxito de un programa de ajuste presupuestario exige que el sistema financiero puede canalizar la reducción de la demanda de crédito del sector público hacia el privado produciendo un efecto crowding-in. Desde esta perspectiva, sin sanear y capitalizar los bancos y cajas, el impacto expansivo de la contracción del gasto público pierde fuerza.

## VII. Un modelo autonómico en quiebra técnica

En la siguiente tabla se puede apreciar cómo ha evolucionado el déficit de las Administraciones Públicas:

### Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas

|             | Total | Admón. Central | Comunidades Autónomas | Corporaciones Locales | Administraciones de la Seguridad Social |
|-------------|-------|----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------------------|
| 2003        | -0,4  | -0,7           | -0,5                  | -0,2                  | 1,0                                     |
| 2004        | -0,1  | -1,1           | -0,1                  | 0,0                   | 1,0                                     |
| 2005        | 1,3   | 0,5            | -0,3                  | -0,1                  | 1,1                                     |
| 2006        | 2,4   | 1,0            | -0,0                  | 0,1                   | 1,3                                     |
| 2007        | 1,9   | 1,2            | -0,2                  | -0,3                  | 1,3                                     |
| 2008        | -4,5  | -3,0           | -1,7                  | -0,5                  | 0,7                                     |
| 2009        | -11,2 | -9,4           | -2,0                  | -0,6                  | 0,8                                     |
| 2010        | -9,3  | -5,0           | -3,5                  | -0,6                  | -0,2                                    |
| 2011 1T (p) | -1,3  |                |                       |                       |                                         |
| 2011 2T (p) | -2,6  |                |                       |                       |                                         |

**Unidades:** en % del PIB

**Fuente:** Contabilidad Nacional. INE

Como muestra la anterior tabla, el incremento del déficit público entre 2007 y 2010 ha sido de veinticinco puntos porcentuales del PIB lo que supone 264 mil millones de euros. Los últimos datos disponibles de Contabilidad Nacional son los de 2010. Para analizar lo que está pasando y saber cómo ha evolucionado esta variable en 2010 y 2011 se describe a continuación cuál es el escenario de endeudamiento, también por niveles de administración, que normalmente es el que pasa engrosar las cifras del déficit.

### Deuda de las Administraciones Públicas

|         | Total | Administración Central | Comunidades Autónomas | Corporaciones Locales |
|---------|-------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2003    | 48,8  | 39,4                   | 6,3                   | 2,9                   |
| 2004    | 46,3  | 37,1                   | 6,2                   | 2,9                   |
| 2005    | 43,1  | 33,9                   | 6,3                   | 2,8                   |
| 2006    | 39,6  | 30,8                   | 5,9                   | 2,8                   |
| 2007    | 36,2  | 27,7                   | 5,7                   | 2,8                   |
| 2008    | 39,8  | 30,6                   | 6,6                   | 2,9                   |
| 2009    | 53,8  | 41,9                   | 8,6                   | 3,3                   |
| 2010    | 61,0  | 46,4                   | 11,2                  | 3,4                   |
| 2011 I  | 64,5  | 49,3                   | 11,7                  | 3,5                   |
| 2011 II | 65,9  | 49,9                   | 12,5                  | 3,5                   |

**Unidades:** en % del PIB

**Fuente:** Contabilidad Nacional. INE

Con los datos de deuda no se prevé una mejora sustancial en el déficit de 2011 salvo ajustes contables. La deuda total de las Administraciones Públicas ha crecido un 84,3 por 100 desde 2007 hasta el segundo trimestre de 2011. En su composición, la de la Administración Central ha crecido un 80,4 por 100, la de las Comunidades Autónomas un 88,2 por 100 y la de las Corporaciones Locales en un 28,1 por 100. Según estas cifras, que de manera habitual son las que anticipan el déficit del año, las perspectivas son bastante negativas. Esta es otra forma de ilustrar la imposibilidad de cumplir el déficit público previsto por el Gobierno para 2011, salvo un recurso masivo a la contabilidad creativa.

Para empeorar las cosas, hay deuda de las administraciones públicas que no se contabiliza y por tanto no se tiene en cuenta en la que recoge la Contabilidad Nacional. Este endeudamiento consiste en avales prestados por la administración a favor de terceros, en financiación mediante préstamos alemanes, en operaciones de leasing, en acumular deudas con empresas proveedoras<sup>3</sup>, en financiación de empresas públicas, y un largo etc. de formas de endeudarse para sortear los límites impuestos y que no computan en las cuentas oficiales. Aunque dicha deuda no se puede calcular con precisión, porque no hay datos de toda esa ingeniería contable, sí es posible estimar, al menos, uno de los puntos anteriores: el endeudamiento de estas empresas que, en su gran mayoría, tienen dificultades económicas por lo que seguramente resultará necesaria la asunción de gran parte de su deuda por las autonomías y, por tanto, su inclusión en la Contabilidad Nacional.

---

<sup>3</sup> Ejemplos de lo cual existen muchísimos, no hay más que ver los periódicos cada día o las noticias tras los cambios del color de gobierno en muchas Comunidades Autónomas en las que se han denunciado las facturas “escondidas en los cajones”.

### Deuda de las Empresas Públicas por administraciones propietarias

|         | Total | Administración Central | Comunidades Autónomas | Corporaciones Locales |
|---------|-------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2003    | 2,7   | 1,5                    | 0,8                   | 0,4                   |
| 2004    | 2,3   | 1,1                    | 0,8                   | 0,4                   |
| 2005    | 2,4   | 1,3                    | 0,8                   | 0,4                   |
| 2006    | 2,7   | 1,4                    | 0,9                   | 0,4                   |
| 2007    | 3,1   | 1,7                    | 1,0                   | 0,5                   |
| 2008    | 3,5   | 2,0                    | 1,1                   | 0,5                   |
| 2009    | 4,5   | 2,4                    | 1,3                   | 0,7                   |
| 2010    | 5,2   | 2,8                    | 1,5                   | 0,9                   |
| 2011 I  | 5,3   | 2,9                    | 1,5                   | 0,9                   |
| 2011 II | 5,3   | 3,0                    | 1,5                   | 0,9                   |

**Unidades:** en % del PIB

**Fuente:** Contabilidad Nacional. INE

*En suma, la posición financiera de las Administraciones Territoriales es insostenible y constituye una seria amenaza para la estabilización de las cuentas públicas. El sistema de financiación autonómica y local está en una crisis de solvencia sin retorno. Esto plantea un escenario muy inquietante para el nuevo gobierno que sería el responsable subsidiario de un potencial default de las autonomías. Con unas CC.AA. incapaces de financiar su endeudamiento en los mercados y sin posibilidades reales de realizar un ajuste rápido que les devuelva a una posición de sostenibilidad, el gabinete entrante el 20-N se verá forzado a asumir una parte sustancial de la deuda autonómica para evitar la bancarrota de esas administraciones territoriales.*

### VIII. Un sistema financiero por sanear

Los problemas de liquidez-solvencia de buena parte de las instituciones crediticias españolas ponen de relieve la insuficiencia de las medidas aplicadas hasta la fecha para sanear y reestructurar un sistema bancario golpeado por un tsunami económico-financiero y por su corolario, la crisis de deuda. Los balances de los bancos están en cuestión por la calidad de unos activos cuya valoración contable no se corresponde con la realidad del mercado, por las dificultades de los agentes económicos privados para hacer frente a sus obligaciones, por las crecientes dudas sobre la capacidad de pago de su deuda, otro “activo” de la banca, por parte de los Estados periféricos de la Eurozona

y por unas expectativas económicas en Europa planas, por no decir, negativas. El paulatino cierre del acceso de las entidades crediticias españolas a los mercados mayoristas se ha traducido en una alta demanda de liquidez al Banco Central Europeo. Por tanto, la recapitalización de las entidades se plantea como una imperiosa necesidad no ya para facilitar la recuperación de la economía, sino para evitar la repetición de un escenario como el que se desencadenó en EE.UU. en el verano de 2007.

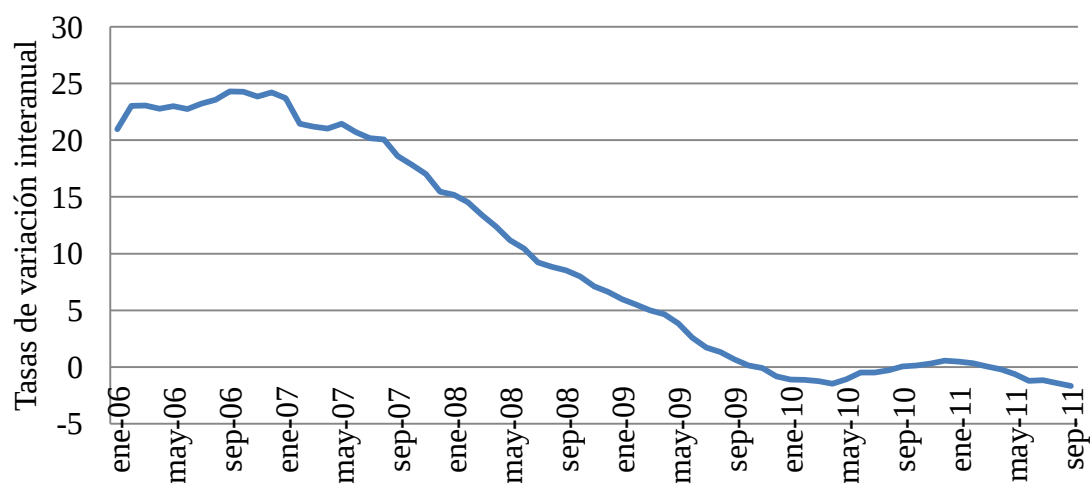
### **Apelación de los bancos y cajas españolas al BCE** (en millones de euros)

| 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 (oct) |
|------|------|------|------|------|------|------------|
| 30,3 | 21,2 | 52,3 | 92,8 | 81,4 | 69,7 | 61,3       |

**Fuente:** Banco de España

Así pues, la situación del sistema financiero español es muy preocupante. Se ha perdido un tiempo precioso para sanear y reestructurar el sistema banca-cajas cuya posición se deteriorará de manera sustancial ante la ausencia de una reactivación de la economía, el cierre de los mercados a la mayoría de las instituciones financieras nacionales, la explosión del riesgo soberano y el coste creciente del pasivo. Si la prueba de fuego para verificar la resolución de todas las crisis bancarias es la normalización de los flujos crediticios, España la ha suspendido.

### **Crédito al sector privado**



**Fuente:** Banco de España



Aquí y ahora, el peligro no es sólo la persistencia de la atonía crediticia, sino la materialización de un “*credit crunch*” a lo largo de los próximos meses y, con ella, una agudización de la desaceleración de la actividad y, su corolario, un golpe a la solvencia de una parte sustancial del mecanismo de medios de pago de la economía española. Esta hipótesis se ve fortalecida por las decisiones adoptadas en la pasada Cumbre del 26-O para abordar la recapitalización de la banca europea. Con independencia de la equidad de la distribución realizada por la *European Bank Authority* sobre las necesidades de capital de los bancos sistémicos, 26.161 millones de euros para los españoles, el calendario y el procedimiento para conseguir esa meta tienen serios riesgos de provocar un *desendeudamiento* incontrolado, así como una contracción del escaso y caro crédito disponible para el sector privado.

### Estimaciones europeas de capital para las entidades sistémicas (en millones de euros)

| Entidad            | Necesidad de Capital |
|--------------------|----------------------|
| Banco de Santander | 14.971               |
| BBVA               | 7.380                |
| La Caixa           | 2.362                |
| Bankia             | 1.140                |
| Banco Popular      | 602                  |
| <b>Total</b>       | <b>26.161</b>        |

Fuente: EBA

Por otra parte, la elevación del *core* capital de las entidades sistémicas, proceso que debe estar cerrado el 30 de junio de 2012, ha de verse acompañado por la refinanciación, a lo largo del año próximo, de unos 120.000 millones de euros de la deuda asumida por los bancos y por las cajas en el mercado mayorista. En términos estáticos, esto supone unas exigencias de fondos adicionales por parte del sistema financiero español cercanos a los 250.000 millones de euros durante el próximo ejercicio.

## Vencimientos de deuda de bancos y cajas en 2012

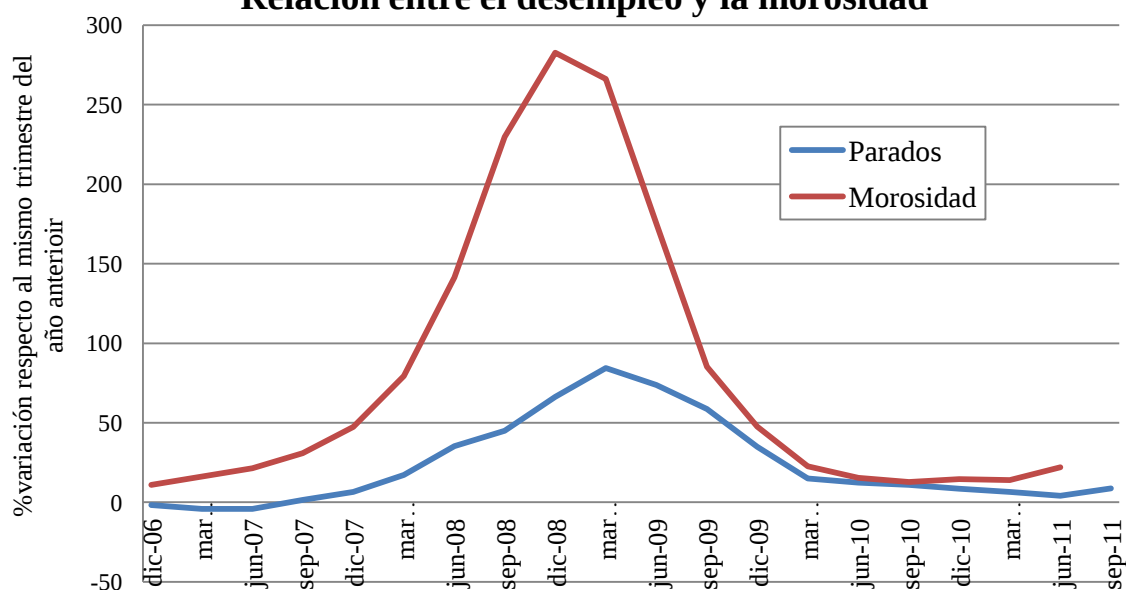
(en millones de euros)

| Entidad      | Deuda a refinanciar |
|--------------|---------------------|
| Banesto      | 4.226               |
| Bankia       | 17.368              |
| Bankinter    | 3.730               |
| BBVA         | 9.778               |
| CaixaC       | 4.908               |
| Ibercaja     | 1.110               |
| Caixa Bank   | 2.561               |
| Caixa Nova   | 3.913               |
| Pastor       | 1.804               |
| Popular      | 6.508               |
| Sabadell     | 4.068               |
| Santander    | 30.000              |
| Unicaja      | 1.273               |
| Otros        | 28.753              |
| <b>Total</b> | <b>120.000</b>      |

Fuente: Elaboración Propia

Además, el deterioro de la coyuntura económica española en 2012 con un incremento substancial del desempleo y la persistencia de altas tasas de paro, al menos, durante los dos próximos años va a tener un impacto negativo adicional sobre los balances de las cajas y los bancos, dada la estrecha correlación entre la evolución del desempleo y la morosidad.

## Relación entre el desempleo y la morosidad



Fuente: Banco de España

Para complicar el escenario existe un problema adicional: ¿Qué se hace con los activos tóxicos en poder de las entidades financieras? Este y no la Deuda Pública es el “Talón de Aquiles” del sistema financiero español. Si se acepta como punto de partida la hipótesis del Banco de España de que la toxicidad se concentra básicamente en los activos inmobiliarios y asciende a 176.000 millones de euros; si se asume que las instituciones de crédito han provisionado un tercio de esa cuantía y que el valor real esa cartera supone al menos un tercio del total, unos 60.000 mil millones de euros, quedan por cubrir otros casi 60.000 mil en números redondos que habrá que sumar los recursos precisos para capitalizarse y refinanciarse. ¿De dónde saldrán esos recursos?

Una estrategia de rápido desendeudamiento para limpiar los balances de bancos y cajas produciría efectos indeseables...pero no hacerlo sería crear un escenario de *bancos zombies* a la japonesa. Si todas las entidades crediticias deciden sacar a la venta el mismo tipo de activos para saldar sus obligaciones, el precio de estos caerá en picado y los recursos obtenidos de su enajenación serán tan bajos que no sólo no reducirán la deuda del vendedor, sino que la aumentarán. El otro camino para desendeudarse es gastar menos de lo que se ingresa. Para los bancos y cajas, esto se traduce en recortar sus costes operativos, en no refinanciar los préstamos a terceros, en no suministrar crédito nuevo y en aplicar ese “excedente” a fortalecer sus ratios de capital.

Cuando eso sucede, se produce una contracción crediticia que agudiza la pendiente bajista de la economía, deteriora la posición financiera de los hogares y de las compañías y, con ella, debilita de manera adicional los balances de los bancos y de las cajas. Ante este panorama, los agentes privados destinan una mayor parte de su renta disponible a pagar sus deudas. El consumo, la inversión y el crecimiento del empleo se contraen, lo que reduce su capacidad de pago. Para restaurarla, reducen de nuevo su gasto y venden activos, lo que presiona a la baja sobre el nivel general de precios. En el peor de los casos, esto conduce a una espiral deuda-deflación; es decir, a un proceso en el que los intentos de disminuir los ratios de deuda llevan a una caída de la actividad y de los precios que incrementa el valor real de la deuda.

En este contexto, el margen de acción para restaurar la maltrecha salud del sistema financiero español se ha reducido de modo drástico. La experiencia reciente muestra la resistencia de los inversores privados, nacionales e internacionales, a aportar los recursos precisos para capitalizar las entidades crediticias. Aunque ahora, estas aflorasen las pérdidas reales, es impensable que los mercados estén dispuestos a recapitalizarlas, al menos, en el corto plazo. En consecuencia será necesario utilizar fondos públicos para evitar la quiebra de una porción sustancial del mecanismo de medios de pago de la economía española y, para complicar las cosas, esta tarea habrá de abordarse en medio de un proceso de consolidación presupuestaria. Para no abortar la estrategia de reducción del déficit público, el nuevo gobierno se verá obligado a emitir deuda o recurrir a los organismos internacionales y, probablemente, estará forzado a nacionalizar de manera temporal un número significativo de instituciones crediticias.

## **IX. La competitividad y la productividad durante la crisis**

Un déficit exterior del 10,1 por 100 del PIB en 2007 no podía mantenerse con una economía en caída libre. Sin la alternativa de la devaluación y sin un descenso radical de los precios y salarios domésticos, el único camino para recortarlo era una drástica disminución del consumo y, sobre todo, de la inversión privada cuya participación en el PIB se colocaba en los contornos del 30 por 100 en 2007 frente al 21 por 100 en los noventa y al 26 por 100 en el punto álgido del ciclo de los ochenta. Así pues, el desplome de la demanda interna era inevitable ante la incapacidad de las exportaciones y del sector turístico de tomar el relevo como impulsores del crecimiento o, al menos, como amortiguadores de la disminución de la actividad. Esto ha sido posible a causa del deterioro de su posición competitiva en los mercados mundiales. El desequilibrio exterior se ha anclado en torno al 4 por 100 del PIB, valor muy elevado para una economía que ha registrado una recesión de las dimensiones de la española.

En este contexto, el crecimiento de las exportaciones, considerado por numerosos analistas como el cambio hacia un patrón de crecimiento basado en la demanda externa, constituye un espejismo si se tiene en cuenta que su cuota en el mercado mundial no sólo no se ha incrementado desde el comienzo de la crisis, sino que se ha reducido de manera marginal y se ha estabilizado a pesar del repunte de la coyuntura económica internacional en 2010. Esta situación refleja dos hechos evidentes: **uno**, la pérdida de competitividad o su estabilización en niveles bajos de los bienes y servicios españoles; y **dos**, el reducido tamaño del sector de bienes comercializables que le impide convertirse en el motor del crecimiento ante el descenso de la demanda doméstica.

**Cuota de Mercado de las Exportaciones incluidas las intracomunitarias**  
(en % del total mundial)

|               | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>España</b> | 1,8  | 1,8  | 1,8  | 1,7  | 1,7  | 1,7  |

Fuente: UE

**Cuota de Mercado de las Exportaciones excluidas las intracomunitarias**  
(en % del total mundial)

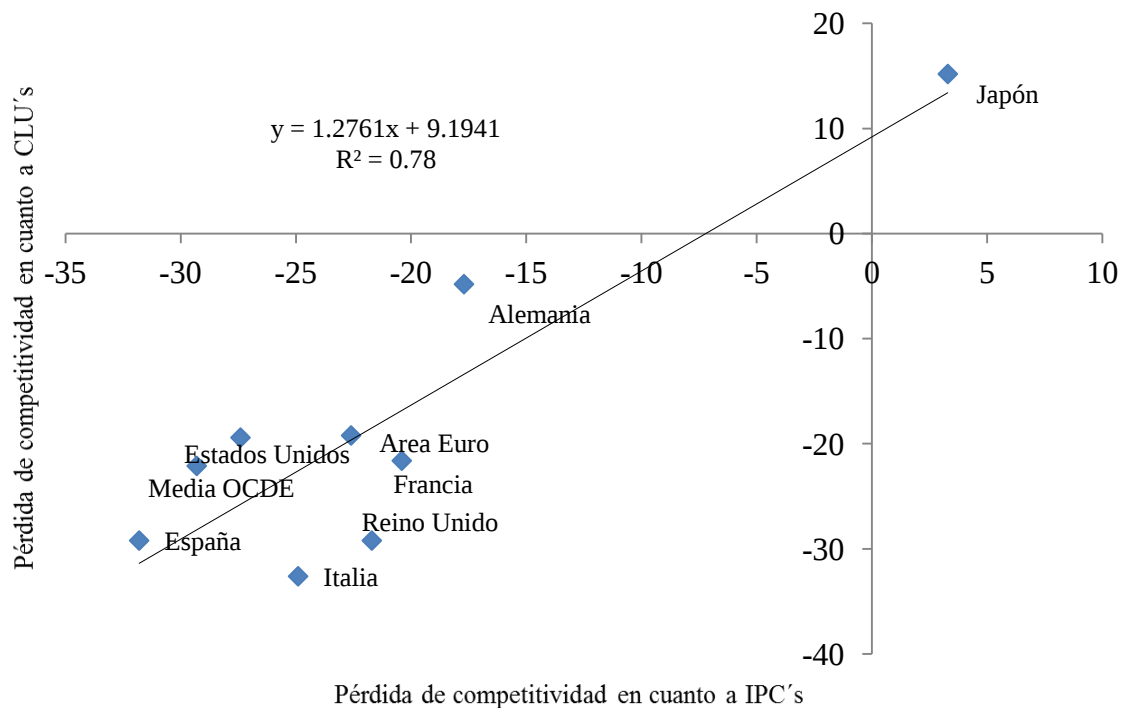
|               | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(p) | 2012(p) |
|---------------|------|------|------|------|---------|---------|
| <b>España</b> | 1    | 1    | 0,9  | 0,9  | 0,9     | 0,9     |

Fuente: UE

Si se utiliza el tipo de cambio real, medido por los costes laborales unitarios, como un indicador de competitividad de la economía española es importante apuntar dos ideas. **Primera**, la economía española venía acumulando una pérdida de competitividad desde antes de la crisis que apenas se ha corregido durante la recesión. **Segunda**, las ganancias de competitividad reflejadas por este indicador son insignificantes si se tiene en cuenta la dureza de la recesión en términos de producción y de empleo, así como la muy negativa de la Posición Inversora Internacional Neta de España.



### Una estimación sobre la pérdida de competitividad desde la entrada del euro



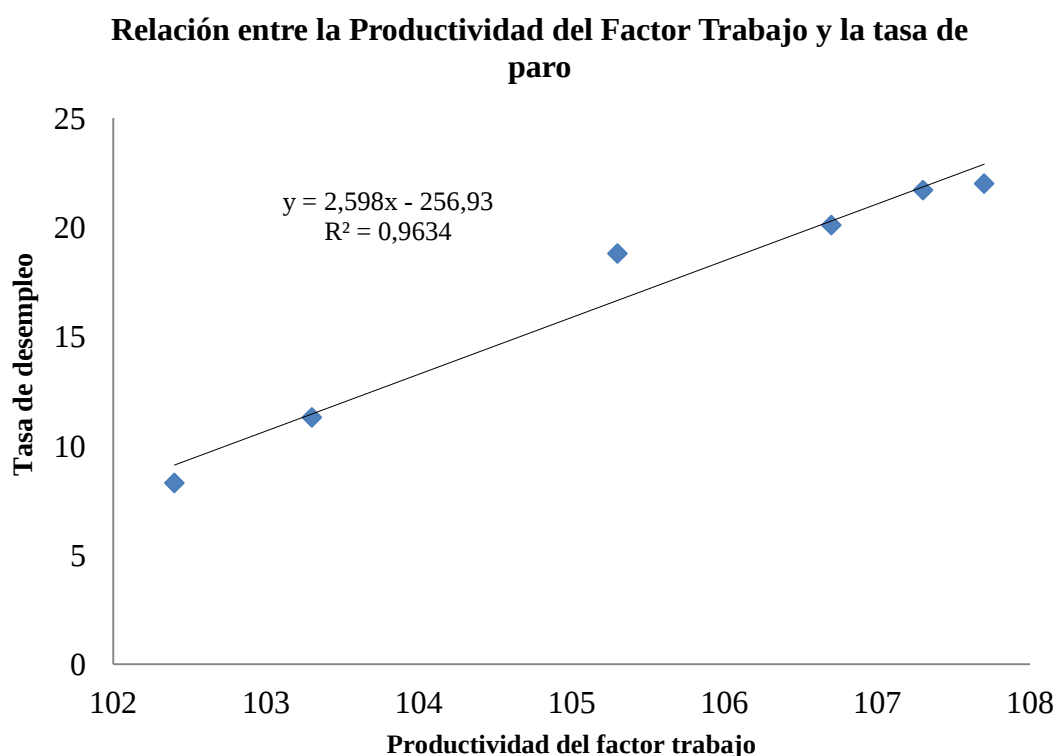
**Fuente:** Banco de España

En el anterior gráfico se ha calculado la relación que existe entre la pérdida de competitividad debida a los incrementos acumulados de los CLU's desde la entrada de España en el euro y la ocasionada por la persistencia de un diferencial de inflación durante ese mismo período. Se ha tomado como muestra nueve series de datos y los resultados son los siguientes:

- Existe una correlación positiva con un coeficiente de regresión del 78 por 100 entre ambas variables. Esto refleja que en el periodo comprendido entre 2000 y 2010 las pérdidas de competitividad ocasionadas por incrementos de los costes laborales unitarios han estado muy vinculadas a las ocasionadas por los incrementos de los precios de consumo. O dicho de otra forma ambas pérdidas de competitividad se han dado en los mismos países.

- En España, la pérdida de competitividad desde el año 2000 debida a los CLU's en comparación con la producida en el Área Euro fue de 10 puntos porcentuales, sólo superada por la pérdida Italia en tres puntos.
- En el tema precios, nuestra pérdida de competitividad es también alrededor de 10 puntos por encima de la del Área Euro. En este caso no hay ningún otro país que haya sufrido una pérdida de competitividad mayor.

Tampoco ha servido la fase recesiva soportada por la economía española para mejorar su productividad. Las ganancias conseguidas en la referente al factor trabajo han sido causadas por un solo elemento: La brutal destrucción de empleo registrada durante la recesión. Como se ve en el siguiente gráfico, la correlación es meridiana.



**Fuente:** UE, INE

Por su parte, la variable realmente importante para evaluar la productividad de una economía, la Productividad Total de los Factores, permanece prácticamente estancada.

### **Productividad Total de los Factores** (UE 2000=100)

|               | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(p) | 2012(p) |
|---------------|------|------|------|------|---------|---------|
| <b>España</b> | 99,5 | 99,2 | 98,9 | 99,6 | 100,0   | 100,6   |

Fuente: UE

En una unión monetaria, la posibilidad de devaluar la divisa es una opción imposible. Por ello, una política económica orientada a recuperar la competitividad ha de introducir reformas estructurales que hagan posible que el aumento de los costes internos, en especial los laborales, sea inferior al registrado por sus principales socios y competidores. Al mismo tiempo deben ponerse en marcha iniciativas dirigidas a fomentar el incremento de la productividad y elevar el potencial de crecimiento introduciendo mayor competencia en los mercados. Desde esta perspectiva, la flexibilización del mercado de trabajo es la pieza clave para lograr ese objetivo, disminuir el umbral de crecimiento a partir del cual se crea empleo y reducir la escalofriante tasa de paro. En el siglo XXI, España tiene un marco de instituciones laborales propia de una economía dirigida y cerrada cuyas rigideces se sitúan a la cabeza de las existentes en los países de su entorno.

### **Regulación del empleo en la OCDE**

| País               | Protección contra los despidos individuales | Regulación contratación temporal | Regulación despidos colectivos | Índice protección empleo | Tasa paro |
|--------------------|---------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|--------------------------|-----------|
| <b>EE.UU.</b>      | 0,56                                        | 0,33                             | 2,88                           | 0,85                     | 9,6       |
| <b>Reino Unido</b> | 1,17                                        | 0,29                             | 2,88                           | 1,09                     | 7,8       |
| <b>España</b>      | 2,38                                        | 3,83                             | 3,13                           | 3,11                     | 20,1      |
| <b>Italia</b>      | 1,69                                        | 2,54                             | 4,88                           | 2,58                     | 8,4       |
| <b>Alemania</b>    | 2,85                                        | 1,96                             | 3,75                           | 2,63                     | 7,1       |
| <b>Francia</b>     | 2,60                                        | 3,50                             | 2,13                           | 2,90                     | 9,8       |

**Nota:** Escala de 0 (menor restricción) a 6 (mayor restricción). La tasa de paro es la última publicada por la OCDE, la de 2010.

Fuente: OCDE

En líneas generales, la **reforma laboral** ha de sentarse sobre cinco pilares básicos:

- a) Desligar la evolución de los salarios de la de la inflación. Esa ligazón es inconsistente con el funcionamiento de una moneda única y extremadamente dañina durante las fases bajas del ciclo.
- b) Descentralizar la negociación colectiva hacia las empresas para permitir que las condiciones laborales y salariales se ajusten al estado específico de cada compañía.
- c) Eliminar la dualidad del mercado laboral reduciendo los costes del despido para hacer más atractiva la contratación indefinida y limitar su posible revisión judicial a los casos en los que se produzcan una lesión de derechos fundamentales.
- d) Recortar la duración de las prestaciones por desempleo, no su cuantía, para disminuir el desempleo de larga duración e incentivar la búsqueda de empleo.
- e) Reducir las cuotas empresariales a la Seguridad Social para estimular la contratación de empleo y aumentar la competitividad de las empresas. La rebaja de las cotizaciones opera como una “devaluación” interna.

Por último, España necesita eliminar las barreras de entrada en un número considerable de sectores, para ganar competitividad y para facilitar la creación de empleo. Una estructura económica más competitiva genera además los incentivos para invertir e innovar y, de este modo, para aumentar la productividad. En este sentido hay que aplicar en su totalidad la Directiva de Servicios, abrir a la competencia las profesiones reguladas, implementarla en el sector de la energía, sobre todo en el eléctrico, liberalizar el mercado de arrendamientos urbanos para impulsar el desarrollo de la vivienda en alquiler, suprimir las restricciones a los horarios de apertura y a la instalación de establecimientos comerciales, reformar la ley concursal, liberalizar el suelo...Estas son algunas de las propuestas necesarias para ser más competitivos, más productivos y crecer.

## X. Previsiones económicas: recaída en la recesión

Las previsiones de Freemarket para 2012 son las de una recaída en la recesión. Como se anunció en nuestro anterior informe<sup>4</sup>, la mediocre recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2010 estaba condenada a terminar. En estos momentos, la economía española registra tasas de crecimiento negativas y será muy complicado, por no decir imposible, cerrar el ejercicio próximo con un incremento positivo del PIB para el conjunto del año. De este modo se confirma la tesis planteada en las últimas ediciones de este trabajo: Un perfil cíclico de la economía nacional en forma de una **L con cola de caballo**, esto es, un fuerte descenso de la actividad sin una reactivación sustancial del PIB a continuación y con probabilidades considerables de recaída.

La razón para este diagnóstico es evidente: La interacción entre desequilibrios macro y microeconómicos acumulados durante la bonanza, la profundidad de la recesión con su impacto depresivo sobre la renta y la riqueza de las familias, sobre el empleo, sobre las empresas y sobre el sistema financiero conduce a un período de estancamiento si no se adoptan medidas para conjurar esa tendencia. Estos factores se han visto potenciados por el retorno de la crisis de deuda europea, por las malas expectativas económicas de la UE y por la incertidumbre sobre la viabilidad de la propia unión monetaria. La política económica desplegada por el actual gabinete no ha corregido las fallas de base de la economía y ha perdido la confianza de los agentes económicos nacionales y de los inversores foráneos.

En 2011, la economía española crecerá un 0,5 por 100, casi un punto menos que la previsión gubernamental. La tasa de paro se incrementará hasta el 21,9 por 100 de la población activa, casi dos puntos más que la anotada en 2010. La inflación se colocará en el 3,1 por 100, 1,3 puntos superior a la registrada en 2010 y el déficit público en el 8,3 por 100 del PIB, 2,3 puntos por encima del proyectado por el gabinete. Como se

---

<sup>4</sup> “La crisis no ha terminado” Freemarket Corporate Intelligence, marzo 2011.

señaló en nuestro último informe de coyuntura<sup>5</sup>, el cuadro macroeconómico presentado por el gobierno se fundaba en unos supuestos erróneos y, por lo tanto, no se iba a cumplir. Así ha sucedido.

El gabinete que emerja de los comicios del 20-N se enfrenta a una coyuntura dramática. Aunque la nueva política económica logre obtener la credibilidad de los mercados, es improbable que se produzca un vuelco en las expectativas de tal envergadura que la reactivación de la economía se materialice con rapidez. Esto es impensable cuando la crisis tiene los rasgos estructurales de la soportada por España. Aunque el ajuste presupuestario y la liberalización de los mercados se produzcan a un ritmo vertiginoso, el saneamiento, reestructuración y capitalización de los bancos y de las cajas, así como el mantenimiento de unos mercados mayoristas con una elevada aversión al riesgo van a traducirse en una brutal contracción crediticia en 2012. Esto conduce de modo inexorable a una recesión.

Ahora bien, si el período de estabilización macro de reformas estructurales y de saneamiento financiero se pone en marcha y se avanza en esa dirección con decisión, se habrán sentado las bases para que España comience a entrar en la senda de un crecimiento equilibrado y sostenido a partir de 2013. En cualquier caso, la recuperación será lenta y el PIB no anotará las tasas de crecimiento previas a la crisis en toda la legislatura. Eso sin contar, con el comportamiento de una variable externa incontrolable e impredecible: la solución que se dé o que no se dé a la actual crisis europea, incluida la posible ruptura del euro.

En el cuadro macroeconómico incluido en este informe se contemplan un escenario de recesión para la economía española en 2012 que se sitúa en una horquilla entre el -0,8 por 100 y el -1,5 por 100. Esta es una previsión sustancialmente bajista respecto a las ofrecidas por el consenso imperante. Esta es la conclusión lógica de añadir al cuadro tradicional de desequilibrios macro y micro dos factores capitales: **primero**, una

---

<sup>5</sup> “La crisis no ha terminado” Freemarket Corporate Intelligence, marzo 2011.

evolución de la economía mundial, sobre todo la europea, mucho peor que la registrada en 2011 y que la esperada; **segundo** y fundamental, una muy fuerte contracción del crédito. Este es el elemento determinante de la recaída en la recesión.

### Previsiones de Crecimiento Económica

|                                | 2011 | 2012 |
|--------------------------------|------|------|
| Consenso Funcas (octubre 2011) | 0,7  | 1,0  |
| Gobierno (abril 2011)          | 1,3  | 2,3  |
| Banco de España (marzo 2011)   | 0,8  | 1,5  |
| FMI (septiembre 2011)          | 0,8  | 1,1  |
| OCDE                           |      |      |
| CE (noviembre 2011)            | 0,8  | 1,5  |

Por lo que se refiere a la **demandas interna**, el gasto de los hogares será plano e incluso tiene serias posibilidades de mostrar un signo negativo. Ello es coherente con la evolución de su renta disponible, erosionada por el mantenimiento de la tendencia alcista del desempleo, por el efecto riqueza negativo de la disminución de los precios-valor de la vivienda en 2012, por la continuación de su desendeudamiento y por la práctica imposibilidad de refinanciarse. La Formación Bruta de Capital repetirá valores negativos en 2012 tanto en la construcción como en los bienes de equipo. Este es el efecto del deterioro de la coyuntura nacional e internacional, del empeoramiento de las condiciones crediticias internas y de la necesidad de acelerar la reducción de su endeudamiento. Sin acceso a crédito nuevo y sin capacidad de refinanciarse, la mortandad empresarial en 2012 se disparará. Por su parte, la **demandas externa** reducirá su aportación positiva al PIB a causa de la desaceleración de la economía global, sobre todo, de la europea.

En términos absolutos, el **mercado de trabajo** español atraviesa la peor situación de su historia reciente. Según la información suministrada por el INE, la economía española ha destruido 2,4 millones de puestos de trabajo desde el tercer trimestre de 2007. La tasa de paro está en el 21,52%. Este cuadro carece de precedentes incluso en un país con un historial de empleo tan mediocre como España. Las proyecciones de Freemarket

sugieren la persistencia de un proceso de destrucción de puestos de trabajo a lo largo de 2012 y su disminución a partir de ese año dependerá de la reanimación de la economía y, sobre todo, de la reforma que se realice del mercado laboral.

En cuanto a los **precios**, la contracción de la demanda y del crédito a lo largo del año próximo tendrá un impacto bajista sustancial sobre la tasa de inflación de la economía española. En este escenario prevemos que el crecimiento del nivel general de precios se situará por debajo del considerado por el BCE compatible con la estabilidad de precios e inferior a su último valor más bajo, el 1,8 por 100 alcanzado en 2010. Si en este contexto, el nuevo gobierno rompe por ley la indexación de los salarios a la inflación, la economía española se situará en una posición excelente para mejorar su competitividad exterior en los ejercicios venideros.

Ante la falta del plan de **consolidación presupuestaria** del nuevo gobierno, se asume que se mantendrá el objetivo de déficit establecido en el Plan de Estabilidad presentado por el anterior gabinete a la Comisión Europea. Para conseguir esa meta y en un entorno recesivo, el ejecutivo entrante deberá aplicar un recorte del gasto público de 3,9 puntos del PIB en un sólo ejercicio y en medio de una recesión. Esta ambiciosa meta es de difícil cumplimiento, dado el legado presupuestario del gabinete socialista, pero no es imposible. En cualquier caso, la proyección definitiva del déficit se realizará cuando se conozca la programación fiscal y presupuestaria del próximo gobierno. Entre tanto se asume que el ejecutivo salido de las urnas el 20-N mantendrá ese objetivo e implementará las medidas necesarias para alcanzar.

En conclusión, la economía española cerrará el ejercicio 2012 con una tasa interanual de crecimiento negativa. Esta es la consecuencia inexorable de la situación económica legada por el ejecutivo que ha gobernado España desde 2004. Ahora bien, las dificultades económico-financieras del país ni eran inevitables ni son insuperables. Su origen es político y tienen un responsable básico: Un gobierno que ni supo diagnosticar la crisis ni adoptó las medidas necesarias para superarla. Si el ejecutivo entrante adopta un plan riguroso, consistente y creíble de austeridad, si liberaliza los mercados de

factores y de productos, y sanea y reestructura el sistema financiero creará las condiciones para recuperar la confianza de los agentes económicos y de los mercados y España iniciará una sólida recuperación a partir de 2013. Sin embargo...todo este cuadro se vendría abajo si el euro estalla.

### Previsiones Económicas para España

|                                                   | DATOS OBSERVADOS |      |      |      |      |       |       | Previsiones<br>Freemarket | Previsiones<br>Freemarket<br>2012 |             |
|---------------------------------------------------|------------------|------|------|------|------|-------|-------|---------------------------|-----------------------------------|-------------|
|                                                   | 2004             | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  | 2011                      | 2012<br>EAS                       | 2012<br>EAF |
| <b>PIB Y AGREGADOS (%variación real)</b>          |                  |      |      |      |      |       |       |                           |                                   |             |
| <b>PIB, pm</b>                                    | 3,3              | 3,6  | 4,0  | 3,6  | 0,9  | -3,7  | -0,1  | 0,5                       | -0,8                              | -1,5        |
| <b>Gasto en consumo final</b>                     | 4,7              | 4,5  | 4,0  | 4,1  | 0,9  | -2,3  | 0,7   | 0,3                       | -0,1                              | -0,8        |
| -Hogares                                          | 4,2              | 4,2  | 3,8  | 3,7  | -0,6 | -4,3  | 1,3   | 0,5                       | 0,0                               | -0,4        |
| -Administraciones públicas                        | 6,3              | 5,5  | 4,6  | 5,5  | 5,8  | 3,2   | -0,7  | -0,3                      | -0,5                              | -2,0        |
| <b>Formación bruta de capital fijo</b>            | 5,1              | 7,0  | 7,2  | 4,5  | -4,8 | -16,0 | -7,6  | -5,5                      | -3,5                              | -5,0        |
| -Bienes de equipo                                 | 5,1              | 9,2  | 9,9  | 10,4 | -2,5 | -24,5 | 1,8   | -0,5                      | -1,0                              | -2,2        |
| -Construcción                                     | 5,4              | 6,1  | 6,0  | 3,2  | -5,9 | -11,9 | -11,1 | -8,9                      | -8,1                              | -10,0       |
| <b>Exportación de bienes y servicios</b>          | 4,2              | 2,5  | 6,7  | 6,7  | -1,1 | -11,6 | 10,3  | 8,0                       | 3,1                               | 2,2         |
| <b>Importación de bienes y servicios</b>          | 9,6              | 7,7  | 10,2 | 8,0  | -5,3 | -17,8 | 5,4   | 2,3                       | 2,4                               | 1,1         |
| <b>Demanda nacional (a)</b>                       | 4,8              | 5,1  | 5,2  | 4,1  | -0,6 | -6,0  | -1,1  | -1,0                      | -0,9                              | -1,7        |
| Saldo exterior (a)                                | -1,8             | -1,7 | -1,5 | -0,8 | 1,4  | 1,8   | 1,2   | 1,5                       | 0,2                               | 0,3         |
|                                                   |                  |      |      |      |      |       |       |                           |                                   |             |
| Empleo total (puestos ETC, Contabilidad Nacional) | 2,7              | 3,2  | 3,2  | 2,9  | -0,6 | -6,6  | -2,4  | -1,2                      | -0,3                              | -0,5        |
| <b>Tasa de paro (%población activa, EPA)</b>      | 11,0             | 9,2  | 8,5  | 8,3  | 11,3 | 18,0  | 20,1  | 21,9                      | 22,1                              | 22,5        |
| <b>INFLACIÓN</b>                                  | 3,0              | 3,4  | 3,5  | 2,8  | 4,1  | -0,3  | 1,8   | 3,1                       | 1,7                               | 1,3         |
| <b>SALDO DE LAS AAPP (% del PIB)</b>              | -0,1             | 1,3  | 2,4  | 1,9  | -4,5 | -11,2 | -9,3  | -8,3                      | -4,4                              | -4,4        |

**Nota:** En cuanto a la previsión del déficit público para 2012 se ha dado como buena la previsión del gobierno que es el déficit necesario para cumplir los objetivos de cara a Europa.

**Fuentes:** INE, BCE y BE