

España: La crisis no ha terminado...

por Lorenzo Bernaldo de Quirós

Una economía sobre arenas movedizas

Después de la mayor recesión económica sufrida por nuestro país desde la guerra civil, la economía española se ha instalado en una fase de estancamiento, entendido este fenómeno, como un período de bajo crecimiento incapaz de generar empleo. Esto no era ni es inexorable, ni una consecuencia de la falta de dinamismo del sector privado que ha desplegado un rápido e intenso proceso de ajuste ante la crisis —recorte de su endeudamiento y de sus costes, aumento del ahorro etc.—, sino de una serie de problemas estructurales que no se han corregido y, en consecuencia, lastran vigor a la recuperación. Estos obstáculos retrasan la reactivación de la economía de manera artificial en tanto son el efecto directo de la ausencia de una política económica orientada a afrontarlos. Las familias, las empresas, los inversores internacionales responden a incentivos y los ofrecidos por la estrategia gubernamental son escasos cuando no negativos.

La programación fiscal y presupuestaria destinada a disminuir el binomio déficit-deuda es de alcance limitado, no ofrece continuidad en el tiempo y no es sostenible. Los planes para solventar los problemas del sistema financiero han sido ineficaces; no han logrado ni sanearlo ni reestructurarlo. Para complicar la situación, las necesidades de capitalización definidas por el Banco de España (BCE) minimizan de manera extraordinaria los problemas de capital del sector, no permitirán reactivar el crédito y carecen de credibilidad. Los precios de la vivienda no han disminuido con la intensidad previsible y necesaria tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. Las medidas fragmentarias para reformar el mercado de trabajo ni sirven para reducir el paro ni para facilitar la creación de empleo. La falta de iniciativas liberalizadoras en los mercados de productos y en el laboral frenan el crecimiento así como

las mejoras de la competitividad y de la productividad de la economía nacional, elementos centrales para crecer de manera sostenida, generar puestos de trabajo y rebajar el endeudamiento del sector público.

El resultado de ese conjunto de factores se ha traducido en un hecho: España es el único de los grandes estados de la OCDE que no salió de la crisis en 2010 y sus expectativas de crecimiento para 2011 se sitúan por debajo de las previstas para el resto de las economías desarrolladas, incluyendo las proyectadas para otros dos estados de la periferia europea, Italia y un país que ha sido intervenido, Irlanda. Los mercados no desconfían de España, sino de la capacidad de su gobierno de adoptar las medidas necesarias para estabilizar la economía y relanzar la actividad productiva. Esta situación resulta muy inquietante en un entorno en el que el inevitable rescate de Portugal y la probable reestructuración de la deuda soberana de Irlanda y de Grecia vuelve a hacer planear sobre la Eurozona la amenaza de una reproducción de las crisis soberanas que sacudieron el continente hace unos meses aunque, si la flexibilización del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera (FEEF) permite que éste compre bonos en el mercado primario, las presiones podrían remitir en el corto plazo. Para complicar el panorama, la anunciada subida de tipos de interés por parte del BCE y la incertidumbre sobre la evolución del precio del crudo constituyen severos shocks para un país aún convaleciente de la recesión, con una elevada sensibilidad al precio del dinero, con una alta dependencia del crudo y sin perspectivas de un retorno a la senda de un crecimiento estable y sostenido.

Por último, la alta probabilidad de que los cambios de gobierno en las administraciones locales y autonómicas a partir de las próximas elecciones de mayo produzcan la afloración de deuda oculta en muchas o algunas de ellas, como ha sucedido en Cataluña, pondrá en entredicho la credibilidad de las cuentas públicas españolas y, de manifiesto, la insuficiencia de los modestos esfuerzos de consolidación presupuestaria llevada a cabo por el gobierno central. Ante esa tesitura, el actual cierre de los mercados

Lorenzo Bernaldo de Quirós es Presidente de Freemarket International Consulting y es académico asociado del Cato Institute. Este informe fue publicado originalmente el 14 de marzo de 2011 por Freemarket Corporate Intelligence.

Cuadro 1: El crecimiento económico a lo largo de la crisis

	EE.UU.	Euro Zona	Alemania	Reino Unido	Total OCDE	España	Francia	Italia	Irlanda
2007	1,9	2,8	2,8	2,7	2,7	3,6	2,3	1,4	5,6
2008	0,0	0,3	0,7	-0,1	0,3	0,9	0,1	-1,3	-3,6
2009	-2,6	-4,1	-4,7	-5,0	-3,4	-3,7	-2,5	-5,1	-7,6
2010	2,7	1,7	3,5	1,8	2,8	-0,2	1,6	1,0	-0,3
2011	2,7	1,7	3,5	1,8	2,8	-0,2	1,6	1,0	-0,3
2011P	2,2	1,7	2,5	1,7	2,3	0,9	1,6	1,3	1,5

Fuente: OCDE.

Nota: P = Previsiones.

Unidad: En % del PIB.

mayoristas a las autonomías se fortalecerá y el gobierno se vería obligado a suministrarles recursos para evitar su bancarrota. Esto llevaría a España a un panorama parecido al griego en el sentido de que los inversores internacionales cuestionarán la totalidad de las cuentas públicas, lo que desencadenará un movimiento desestabilizador sobre la ya precaria posición económico-financiera de la economía española.

En suma, *ceteris paribus*, la coyuntura económica nacional oscila en estos momentos entre la consolidación de un ciclo de bajo crecimiento incapaz de generar empleo y la hipótesis de una recaída en la recesión si se consolidan al alza algunos de los *shocks* externos enunciados. Así pues no existen razones de peso para pensar que la crisis ha terminado y que se inicia un nuevo período alcista. En este contexto, la sostenibilidad de la deuda pública y la solvencia de una parte sustancial del sistema financiero son cuestionables y serán cuestionadas lo que constituye una seria fuente de preocupación. En la práctica, este es el efecto de la acción de un gobierno que ha ido siempre por detrás de lo que la realidad económica y los mercados exigían. Llegó tarde a la crisis económica. Ha llegado tarde a la financiera y nunca llegó a aplicar las reformas estructurales¹, lo que prolonga la fase baja del ciclo.

De la recesión al estancamiento

En las últimas semanas han comenzado a conocerse los principales datos del cierre del año económico 2010. Este finalizó con una caída del Producto Interior Bruto del 0,1%, a pesar de que en los dos últimos trimestres la economía española ha experimentado tasas de incre-

mento inter trimestral moderadamente positivas. En cualquier caso, si se entiende por el final de la recesión, dos trimestres consecutivos de PIB con números negros, el período recesivo terminó en el cuarto trimestre de 2010 después de veintiún meses en los que la economía nacional no anotó ni un valor positivo. En sí, esto configuraría la recesión más larga experimentada por España desde el inicio de la democracia y del último medio siglo.

La demanda interna ha contribuido de forma negativa al incremento del PIB en 2010, restándole 1,4 puntos porcentuales y el sector exterior ha aportado un punto al crecimiento económico español. El buen tono de las exportaciones tiene su origen en una evolución de la economía francesa y, sobre todo, de la alemana mucho mejor que el previsto por los analistas públicos y privados, nacionales e internacionales. Sin embargo, como se verá más adelante, la evolución de las ventas al exterior no parece que se haya producido por una mejora de los indicadores de competitividad, sino por un desesperado esfuerzo por parte de las compañías, contrayendo márgenes, de paliar la debilidad de la demanda interna y sobrevivir.

El comportamiento del gasto de los hogares y el de la inversión es de manual en tanto resulta coherente con la evolución de la coyuntura y con las realidades subyacentes a ella. Por un lado, la necesidad de reducir su endeudamiento, paliar la erosión de su riqueza financiera e inmobiliaria, absorber la restricción crediticia, la subida de la fiscalidad indirecta y su adaptación al aumento del desempleo y a la incertidumbre sobre el futuro se han traducido en un descenso de la *renta permanente* de las familias y, por tanto, en una disminución de su consumo.

Cuadro 2: Variación del PIB (por trimestres)

	2008-III	2008-IV	2009-I	2009-II	2009-III	2009-IV	2010-1	2010-II	2010-III	2010-IV
PIB pm	0,3	-1,4	-3,5	-4,4	-3,9	-3,0	-1,4	0,0	0,2	0,6

Fuente: INE.

Cuadro 3: Variación sobre el año anterior

	2003/02	2004/03	2005/04	2006/05	2007/06	2008/07	2009/08	2010/09
Crédito al sector privado	14,3	17,9	27,2	25,4	16,7	6,2	-1,8	-0,3

Fuente: INE.

Por otro, la obligación de *desapalancarse*, la caída de la oferta de crédito, el hundimiento del sector constructor e inmobiliario y la falta de expectativas de crecimiento y de generación de beneficios se han traducido en un decrecimiento de la Formación Bruta de Capital en construcción y en bienes de equipo. La cuestión fundamental es que las empresas han realizado los ajustes básicos a través de una dura reducción de costes y, ahora, su margen de actuación para mejorar sus resultados se ve disminuido de manera extraordinaria a causa de la debilidad de la economía nacional y de la restricción crediticia que tiene muchas probabilidades de agudizarse en 2011. Esto crea un escenario poco prometedor para las pymes, cuya capacidad de emprender recortes adicionales de costes es muy estrecha y sus posibilidades de buscar mercados externos es limitada.

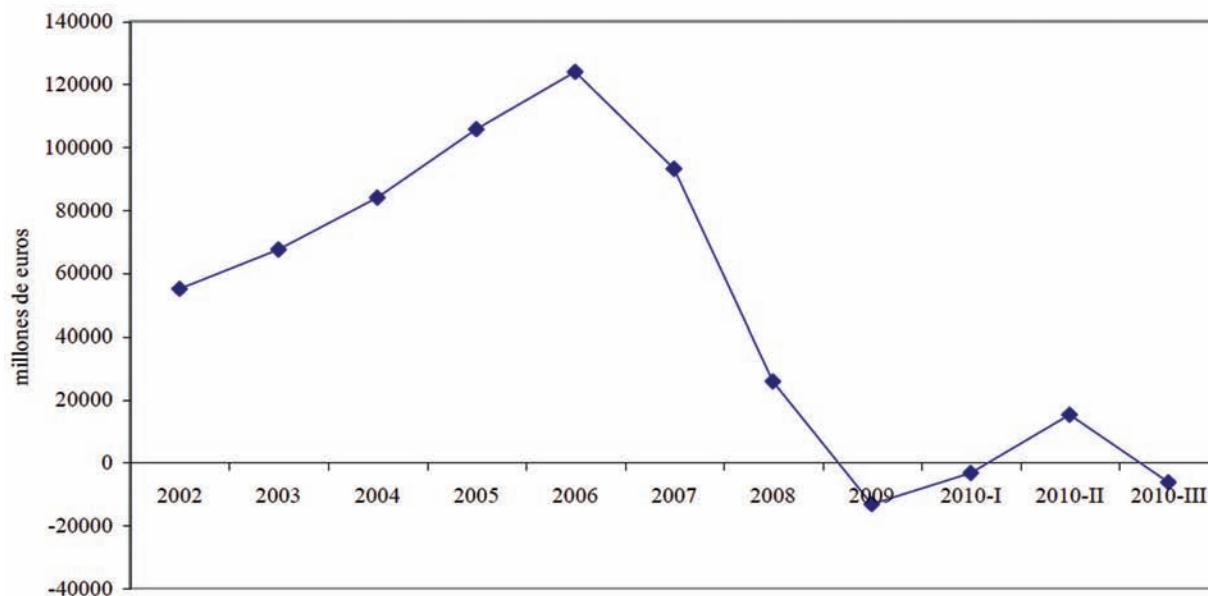
En este marco es vital tener en cuenta un hecho que refleja la gravedad de la situación de la economía nacional causada por la fragilidad estructural del sistema financiero: El rápido aumento de la tasa de ahorro de los hogares no se ha traducido en un incremento de los fondos prestables al sector privado y esta situación se agravará en 2011 como consecuencia del *Real Decreto-Ley de Fortalecimiento*

del Sector Financiero aprobado por el parlamento. La necesidad de sanear las entidades crediticias es imprescindible y la condición previa para la normalización de los flujos de crédito. Por eso, los bancos y las cajas son incapaces de cumplir su principal, por no decir, única finalidad: prestar dinero. Muestra también, el “efecto expulsión” derivado de las necesidades de financiación del sector público que recortan los recursos disponibles para el consumo y la inversión privada. Desde esta perspectiva, la combinación de los datos de la economía real con los del sector financiero refleja el estrangulamiento de la demanda privada doméstica, imposible de reactivar sin una drástica disminución del endeudamiento del sector público y sin una reordenación y saneamiento de las entidades crediticias.

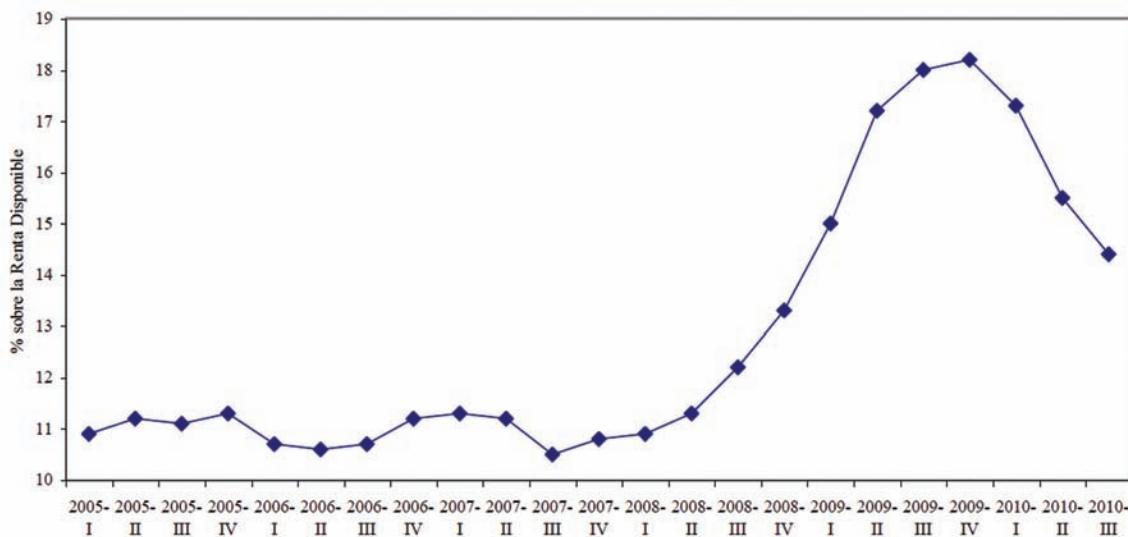
La respuesta de las familias y de las empresas, solas ante la crisis, es ejemplar y racional

El endeudamiento de los hogares se ha reducido de manera drástica desde el comienzo de la crisis, tal y como se puede observar en el gráfico 1. A la espera de la información del cuarto trimestre de 2010, en la que seguramente la deuda de las familias siga cayendo, es posible ver como en el segundo trimestre de 2010 hay un repunte al

Gráfico 1: Evolución del endeudamiento neto de las familias



Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

Gráfico 2: Tasa de ahorro de los hogares

Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral de España. INE.

Nota: El problema a la hora de representar una variable en función de la otra es el fuerte componente estacional que ambas tienen por lo que se ha ido calculando en años móviles, o dicho de otro modo en períodos móviles de cuatro trimestres.

alza y aumenta el total de “pasivos netos contraídos” por las economías domésticas. La explicación de esta situación se encuentra en la EPA (Encuesta de Población Activa): la tasa de paro subió 1,3 puntos en el primer semestre de 2010.

La tasa de ahorro de las familias españolas alcanzó un 7,5% de su renta disponible en el tercer trimestre de 2010, que es el último dato disponible. Si se calcula sobre el último año sobre el que existen cifras de esa variable, dicha tasa supone el 14,4% de dicha renta, 1,2 puntos menos que en el periodo anterior. La mejor forma de ver la evolución es mediante el gráfico 2.

En los tres últimos datos se observa un descenso del porcentaje del ahorro en la Renta Disponible. Esta variación a la baja no es fruto de un aumento del consumo privado, que entre el cuarto trimestre de 2009 y el tercero de 2010 se ha reducido en 5.217 millones de euros² sino del empobrecimiento de las familias que les resta capacidad ahorrador. En el tercer trimestre de 2010, la renta disponible de los hogares se ha reducido un 2,6% en términos interanuales y absolutos³, el desempleo está en máximos históricos y la tasa de actividad está por debajo del 60%.

La evolución que ha seguido el consumo privado en los pasados ejercicios económicos ha resultado ser bastante acorde con la variación del PIB y del empleo como puede verse en el gráfico 3.

Además, la otra parte del sector privado, o sea las compañías han acometido un periodo de saneamiento a lo largo de estos años de crisis. Han pasado de tener un endeudamiento total de casi un 380% del PIB en 2007 a

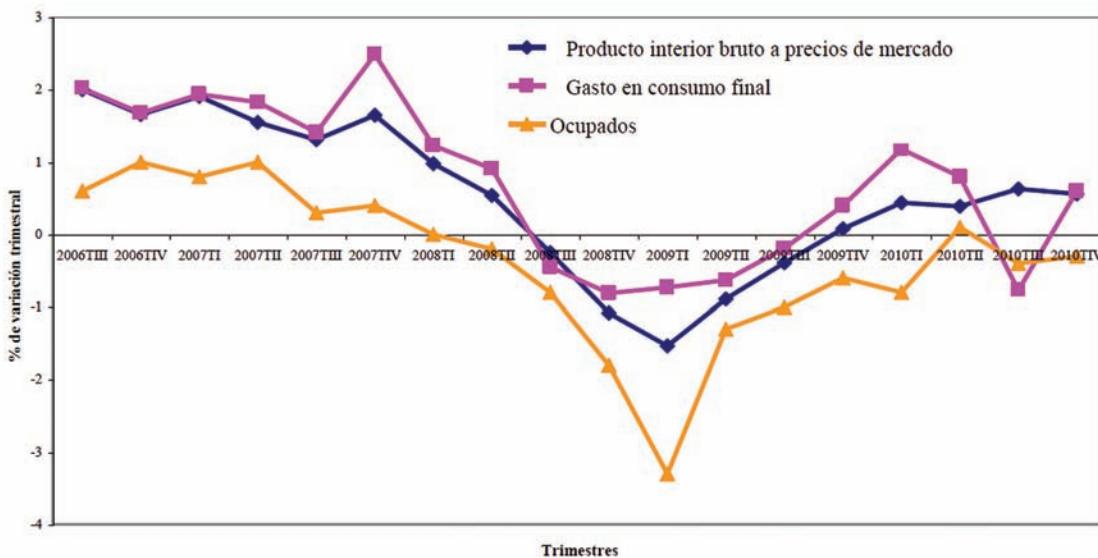
reducir el mismo en tres años en cuarenta puntos básicos. Según los últimos datos disponibles de la Contabilidad Trimestral (tercer trimestre de 2010), la deuda de las empresas españolas se ha reducido en casi 400 miles de millones de euros.

En definitiva, el sector privado ha hecho un considerable esfuerzo para reequilibrar su posición financiera. Aunque el proceso de *desapalancamiento* de las familias y de las empresas no ha finalizado y debe continuar, se han producido avances sustanciales en esa dirección que harían posible una recuperación más vigorosa y continua da de la economía, si no existiesen una serie de lastres que impiden la materialización de esa posibilidad; en concreto, la política del gobierno no ha eliminado las restricciones internas que obstaculizan salir del estancamiento y no ha introducido las reformas estructurales capaces de relanzar el crecimiento.

Un mediocre ajuste presupuestario

El ajuste del déficit público ha sido y está siendo 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 4,2 en 2008 y de 11,1 en 2009, que exceden respectivamente en 1,2 y 8,1 puntos a sus valores de referencia. En 2010 se situará en torno al 9,3% del PIB, una tasa demasiado elevada y con escasas expectativas de reducirse de manera significativa en 2011 sin nuevos ajustes en el gasto público. Ese desequilibrio no fue sólo ni principalmente un subproducto de la desaceleración de la economía, sino de las decisiones de política económica instrumentadas por el gabinete que explican, al menos, la mitad del déficit público registrado durante la

Gráfico 3: Evolución trimestral del PIB, el Empleo y el Consumo Privado



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral. Los datos son todos en variaciones trimestrales de datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

recesión. 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.

Por otra parte, los recortes que se han anunciado en los PGE (Presupuestos Generales del Estado) 2011 del gasto no afectan a los componentes estructurales del mismo y no son sostenibles en el tiempo. Además no existe programación presupuestaria alguna más allá de finales de este año. Con independencia de su deseabilidad o no parece evidente que es problemático congelar o recortar todos los años el salario de los funcionarios, las pensiones y la inversión pública. Por añadidura, el objetivo de déficit proyectado por el gobierno de la nación para 2011 se sustenta en una previsión de crecimiento, 1,3%, inalcanzable a la vista de la realidad económica nacional e internacional. Más allá del espacio temporal 2012 se abre un enorme vacío.

Aunque se ha introducido alguna medida importante para restar velocidad de crecimiento al gasto futuro en pensiones (retrasar la edad de jubilación), el proceso de consolidación presupuestaria no introduce recortes en otras partidas fundamentales, como las prestaciones por desempleo o ligadas al envejecimiento de la población como la sanidad o el “invento” de la dependencia, por citar dos ejemplos paradigmáticos, que ha incrementado los componentes estructurales del gasto. 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 2007⁴. En las dos partidas más importantes que condicionan la trayectoria del endeudamiento del sector público en el corto, en el medio y en el largo plazo, el denominado Estado del Bienestar y el modelo de financiación de las autonomías, no se han adoptado medidas del suficiente alcance para contener el crecimiento de estos desembolsos que se traducen directamente en una constante y creciente presión alcista sobre el endeudamiento de las Administraciones Públicas. En este sentido es importante recordar que los ajustes fiscales que han tenido éxito se han centrado siempre en el recorte del gasto en lugar de en subidas de impuestos y que 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.

La mediocridad del esfuerzo de austeridad fiscal-presupuestaria realizado por el gobierno se observa con claridad meridiana si se tiene en cuenta cuál es el déficit estructural de las finanzas públicas españolas, es decir, el desequilibrio financiero del sector público que no está ligado a la coyuntura, a la caída de la actividad producida por la crisis económica. En el cuadro siguiente se ve que es el mayor de los países de referencia con la excepción de Irlanda, del Reino Unido y similar al de Grecia. Conviene recordar que el estado heleno y el irlandés han tenido que ser intervenidos para evitar su colapso económico-financiero y que, a pesar de los recursos empleados para evitar ese peligro, es muy probable que se produzca una reestructuración de la deuda griega y, casi seguro, de la irlandesa. También es importante señalar que Gran Bretaña ha puesto en marcha el programa de austeridad fiscal y

Cuadro 4: Déficit estructural (en % del PIB)

Países	2008	2009	2010	2011
Francia	-3,1	-5,0	-5,0	-3,7
Reino Unido	-5,6	-8,3	-7,9	-6,2
Alemania	-0,3	-0,8	-3,1	-2,9
Italia	-2,6	-3,9	-3,6	-2,8
Portugal	-4,0	-8,1	-6,1	-4,0
Grecia	-11,5	-15,7	-7,4	-5,3
Irlanda	-11,3	-9,5	-8,6	-6,8
España	-4,9	-9,0	-7,5	-5,3

Fuente: FMI.

presupuestaria más contundente y ambicioso de todos los países desarrollados.

Para que la deuda española no adquiera connotaciones explosivas es vital no ya que disminuya si no que, al menos, estabilice su participación en el PIB. Ello exige la generación de superávit primarios que igualen el diferencial entre el crecimiento nominal del PIB y el interés medio de la deuda y realizar esa tarea en un entorno de tipos de interés al alza y de elevación de la prima de riesgo para cubrir las emisiones y la refinanciación de la deuda del Reino de España. En el caso español y asumiendo el escenario conservador de un crecimiento potencial del PIB del 2% en términos reales, un punto menos que su tendencia histórica, y una inflación media del 2%, la estabilización de la deuda obligaría a realizar un esfuerzo presupuestario adicional, de recorte del déficit, de 1,6% del PIB. 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 entre el 0,4% y el 1,5%, en los próximos dos años, escenario optimista, el superávit primario exigido para evitar el aumento de la ratio deuda/PIB sería respectivamente del 3,5% y del 2%.

Aunque la sabiduría convencional sostiene que la aus-

teridad presupuestaria tiene un impacto contractivo sobre el PIB, 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 y **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 como es el caso de España.

....un ascendente y, en buena medida, oculto “agujero” autonómico

En el cuadro 7 se puede apreciar cómo ha evolucionado el déficit de las Administraciones Públicas.

Como puede observarse el incremento del déficit público entre 2007 y 2009 ha sido de trece puntos porcentuales del PIB lo que supone 137 mil millones de euros, que es una cifra bastante importante.

Los últimos datos disponibles según Contabilidad Na-

Cuadro 5: Superávit primario para estabilizar la ratio Deuda/PIB

Países	Superávit primario (en % PIB)	Esfuerzo fiscal adicional (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.

Cuadro 6: Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas

	Total	Administración central	Comunidades autónomas	Corporaciones locales	Administraciones de la Seguridad Social
2003	-0,2	-0,5	-0,5	-0,2	1,0
2004	-0,4	-1,3	-0,1	0,0	1,0
2005	1,0	0,2	-0,3	-0,1	1,1
2006	2,0	0,7	-0,0	0,1	1,3
2007	1,9	1,1	-0,2	-0,3	1,3
2008	-4,2	-2,8	-1,6	-0,5	0,8
2009	-11,1	-9,4	-2,0	-0,6	0,8

Unidades: en % del PIB.

Fuente: Contabilidad Nacional, INE.

cional son los de 2009. 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.

Con los datos de deuda no se prevé una mejora sustancial en el déficit de 2010 salvo ajustes contables. La deuda total de las Administraciones Públicas ha crecido un 60% desde 2007 hasta el tercer trimestre de 2010. En su composición, la de la Administración Central ha crecido un 45%, la de las Comunidades Autónomas un 80% y la de las Corporaciones Locales en un 21%. Según estas cifras, que de manera habitual son los que anticipan el déficit del año, las perspectivas son bastante negativas. Desde esta óptica, el objetivo de déficit público previsto por el Gobierno para 2010 sería de difícil cumplimiento sin el recurso a

la ingeniería financiera.

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 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,

Cuadro 7: Deuda de las administraciones públicas

	Total	Administración central	Comunidades autónomas	Corporaciones locales
2003	48,7	38,5	6,3	2,9
2004	46,2	36,1	6,2	2,9
2005	43,0	33,0	6,3	2,8
2006	39,6	29,9	5,9	2,8
2007	36,1	27,5	5,7	2,8
2008	39,8	30,1	6,4	2,9
2009	53,2	41,1	8,3	3,3
2010 I	54,9	41,8	9,1	3,4
2010 II	56,8	43,0	9,9	3,5
2010 III	57,7	43,7	10,2	3,4

Unidades: en % del PIB

Fuente: Contabilidad nacional, INE.

Cuadro 8: 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	2,5	1,3	0,8	0,4
2006	2,7	1,4	0,9	0,4
2007	3,2	1,7	1,0	0,5
2008	3,7	2,0	1,2	0,5
2009	4,6	2,4	1,5	0,7
2010 I	4,8	2,5	1,5	0,8
2010 II	4,9	2,6	1,5	0,8
2010 III	5,0	2,6	1,6	0,8

Unidades: en % del PIB.

Fuente: Contabilidad nacional, INE.

por tanto, su inclusión en la Contabilidad Nacional.

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.

El ajuste de precios de la vivienda apenas ha empezado

La burbuja inmobiliaria fue superior en España de lo que lo fue en EE.UU. pero inferior a la registrada en Irlanda. El precio de la vivienda en EE.UU. alcanzó su punto más alto en 2006; creció un 140% desde 1995. Ahora está un 27 por debajo de su peak en aquel año. Los precios de la vivienda en Irlanda alcanzaron su posición cíclica más elevada en 2006, un 315% superiores a los existentes en 2006. En la actualidad han caído un 40% desde su momento de mayor altura. Los precios de la vivienda en España lograron su máximo en 2008, un 200% superiores a los registrados en 1995 pero en promedio se han corregido a la baja en tan sólo un 15%. Mientras en América e Irlanda, el valor de las casas están por debajo de los niveles anotados en 1996, en España están todavía por encima lo que sugiere que han de caer aun entre un 20 y un 30%

adicional.

Numerosos analistas argumentan que la naturaleza de los préstamos hipotecarios en España es un factor que soporta, esto es, que reduce la magnitud del descenso de los precios de la vivienda. Como las hipotecas españolas están respaldadas no sólo por el inmueble sino por los ingresos y el patrimonio de los deudores, la posibilidad de impago se reduce aunque el valor de ese activo sea inferior a la deuda. Ahora bien, este esquema era igual o muy parecido en Irlanda y los precios han caído significativamente. Obviamente, lo mismo puede suceder en España. La rigidez a la baja del valor de la vivienda es una hipótesis más propia de la mitología que de la teoría económica.

Además, el grueso de las hipotecas españolas está a tipos variables, sólo un 3% son fijas, lo que ha aliviado la presión financiera sobre los hogares en un entorno de tipos muy bajos. El Euribor a un año ha descendido del 5,5% en 2008 al 1,924 en la actualidad, lo que ha facilitado el servicio de la deuda por parte de las familias. Al mismo tiempo, durante este tiempo, la corrección de los precios de la vivienda ha sido pequeña. La combinación de esos dos factores ha facilitado el pago de los préstamos hipotecarios y también ha sostenido, a pesar de su descenso, el consumo privado. Sin embargo, este panorama no va

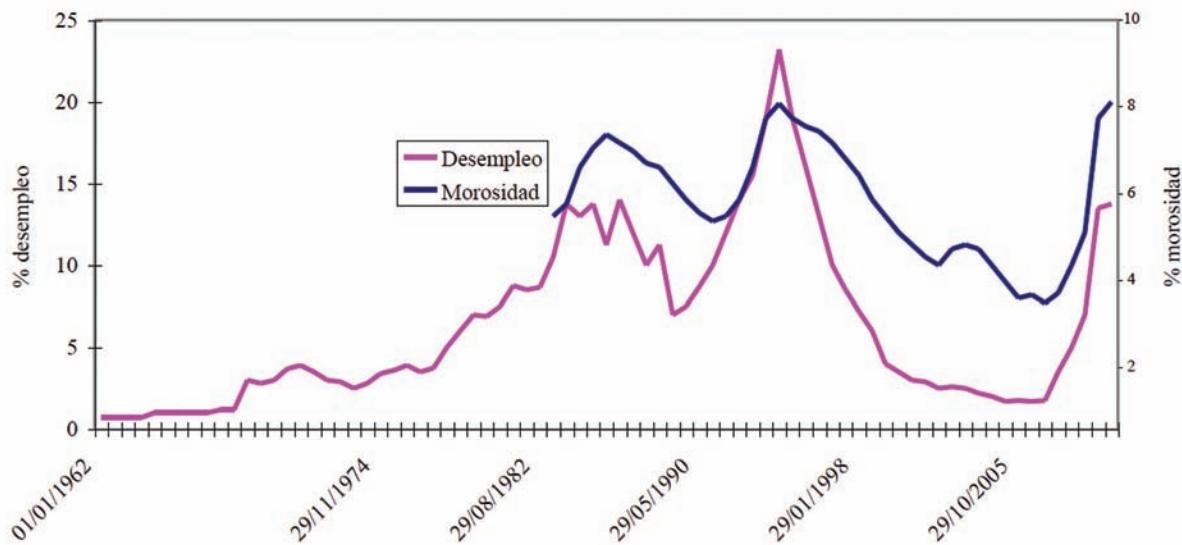
Cuadro 9: Ciclos inmobiliarios en España

Fase alcista	Incrementos de precios (1)	Fase bajista	Caída
1973-78	33,5	1978-82	33,3
1985-91	130,2	1991-96	19,8
1997-2007	170	2008-	¿?

(1) En porcentaje.

Fuente: BIS (2008).

Gráfico 4: Evolución del desempleo y la morosidad



Fuente: Banco de España.

a continuar. A partir de ahora, los tipos de interés sólo pueden moverse hacia arriba y el precio de las casas hacia abajo. Esto generará significativos *efectos riqueza* negativos y deprimirá de manera adicional el consumo privado. Además, la correlación histórica entre impagos y desempleo sugiere que la morosidad hipotecaria se doblará a lo largo del próximo ejercicio.

De acuerdo con los datos de la Asociación Hipotecaria Española, el total de préstamos hipotecarios es del orden del billón de euros. Una tasa de morosidad del 10% (en línea con la experimentada en ciclos pasados) implica una pérdida de unos 100.000 millones de euros. En la práctica, las pérdidas tienen altas posibilidades de ser mayores si se tiene en cuenta la persistencia de un abultado desempleo y las perspectivas de bajo crecimiento de la economía en el horizonte del corto y del medio plazo.

¿Qué ha pasado con la competitividad y la productividad?

Un déficit exterior del 10,1% 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% en 2007 frente al 21% en los noventa y el 26% 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, a causa del deterioro de su posición competitiva en los mercados mundiales. Por

eso, la corrección del desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente ha descansado sobre un solo pilar: El hundimiento de la demanda interna. En cualquier caso, el desequilibrio exterior se ha anclado en torno al 4% del PIB, valor muy elevado para una economía que ha registrado una recesión de las dimensiones de la española en la que no se han producido ganancias de competitividad.

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. Esta situación refleja dos hechos evidentes: por un lado, la pérdida de competitividad o su estabilización en niveles bajos de los bienes y servicios españoles; por otro, el reducido tamaño del sector de bienes comercializables que le impide convertirse en el motor del crecimiento ante el descenso de la demanda doméstica.

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 se agudizó en 2009 y 2010 y mejora de modo relativo en las previsiones que se realizan para 2011 y 2012. **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. Además, la comparación con Alemania refleja que la “devaluación interna” realizada por la economía germana vía reducción

Cuadro 10: Cuota de mercado de las exportaciones, incluidas las intracomunitarias

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
España	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7

Fuente: UE.

Cuadro 11: Cuota de mercado de las exportaciones, excluidas las intracomunitarias

	2007	2008	2009	2010	2011 (p)	2012 (p)
España	1	1	0,9	0,9	0,9	0,9

Fuente: UE.

de costes laborales ha sido mucho mayor que la española. En los diez años anteriores a la Gran Recesión, Alemania experimentó un decrecimiento de los salarios en términos reales. En otras palabras, el modesto ajuste salarial en España, descontada la estabilidad de los otros componentes del coste laboral, ha sido y es insuficiente para recuperar competitividad.

En una situación de crisis como la que viene sopor tando la economía española en los últimos años se pro duce un fenómeno en apariencia paradójico que refleja un problema adicional de competitividad a los comentados hasta el momento. Tal y como puede verse reflejado en el gráfico 5, la evolución de las importaciones en España ha tenido un crecimiento bastante alto: Ha pasado de caídas

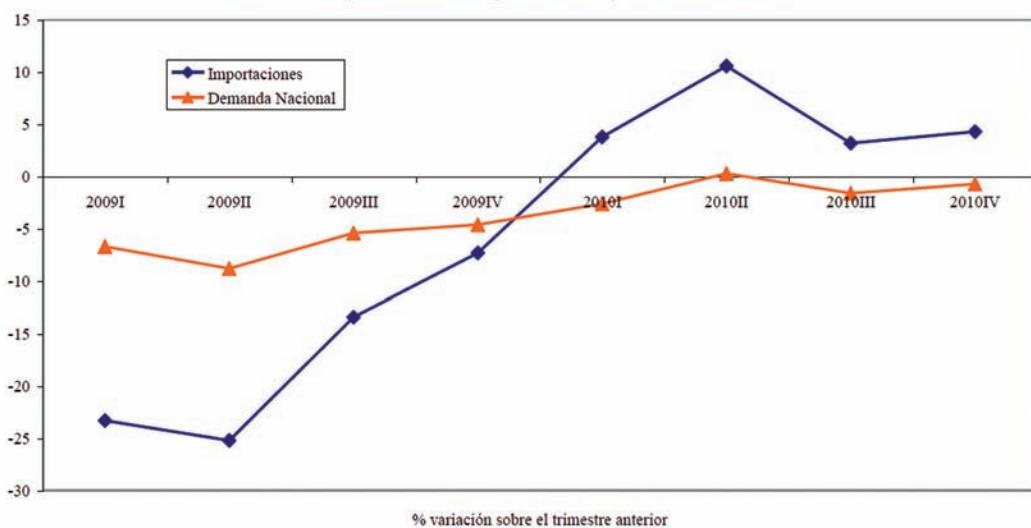
superiores al 20%, en los primeros trimestres del 2009 a los crecimientos más o menos moderados que lleva te niendo a lo largo de 2010. Esto podría parecer o sugerir que es una recuperación de la economía que impulsa a las importaciones. Sin embargo, al observar la evolución en el mismo periodo temporal de la demanda interna se llega a conclusiones interesantes: Lejos de lo que se podría esperar, la Demanda Interna no se ha movido de crecimientos negativos a positivos, como mucho un mediocre 0,3 en el segundo trimestre de 2010. De manera que se impone un comentario obvio: El crecimiento de las importaciones en tiempos en los que la demanda interna decrece solo pue de significar una pérdida de competitividad de los bienes exportables frente a los importables.

Cuadro 12: Tipo de cambio efectivo real medido en costes laborales unitarios

	2007	2008	2009	2010	2011 (p)	2012 (p)
Alemania	87,3	88,4	91,2	89,4	89,7	89,9
España	110,6	112,9	117,4	118,3	111,7	111,3

Fuente: UE.

Gráfico 5: Exportaciones, Importaciones y Demanda Interna



Fuente: Banco de España.

Cuadro 13: Desempleo y productividad del factor trabajo

	2007	2008	2009	2010	2011 (p)	2012 (p)
PFT (UE 2000=100)	102,4	103,3	105,3	106,7	107,3	107,7
Tasa de paro	8,3	11,3	18,8	20,1		

Fuente: UE, INE.

**Cuadro 14: Productividad total de los factores
(UE 2000=100)**

	2007	2008	2009	2010	2011 (p)	2012 (p)
España	99,5	99,2	98,9	99,6	100,0	100,6

Fuente: UE.

Tampoco ha servido el período recesivo soportado 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 por España desde el inicio de la crisis. Como se ve en la tabla de esta página, la correlación es meridiana. Por su parte, la variable realmente importante para evaluar la productividad de una economía, la Productividad Total de los Factores, permanece prácticamente estancada.

Los problemas del sistema financiero siguen pendientes

El sistema financiero español tiene un problema de base consistente en la incapacidad del Gobierno para forzar su saneamiento y reestructuración. Así, desde octubre de 2008 se han dictado hasta seis reales decreto-ley, pretendiendo aquel doble objetivo a través de fórmulas heterodoxas (SIP, ejercicio indirecto de la actividad de las cajas de ahorro, diseño de nuevos órganos rectores de las cajas de ahorro, etc.), con una carencia de éxito absoluta. El último intento, el Real Decreto-ley 2/2011, ha sido convalidado en el Congreso de los Diputados el pasado día 10 de marzo. Esta nueva norma ha pretendido adelantar a día de hoy, de manera salvaje, los requerimientos de capital que Basilea III había fijado para 2018. A pesar de ello, los mercados y las agencias de rating, léase Moody's, consideran que las necesidades de capital de las entidades crediticias españolas son muy superiores a las establecidas por el Banco de España.⁵ Aunque de por sí constituye un grave daño para la credibilidad del proyecto gubernamental la estimación de unas necesidades de capital cuantitativamente "ridículas" e increíbles para los mercados, eso no es lo más importante.

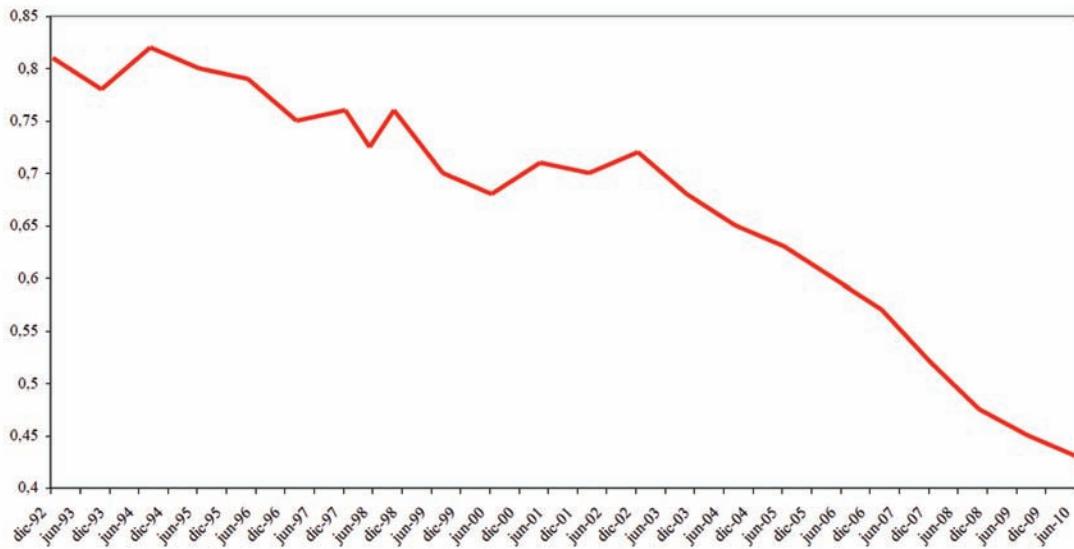
El asunto crucial es que el Gobierno y el Banco de España siguen errando en el análisis y, por tanto, en el enfoque de la cuestión. Al margen de los impedimentos prácticos para capitalizar en la actualidad las entidades en el mercado, el error básico, en el que insisten desde el inicio de la crisis financiera, es precisamente el hecho

de considerar que el sistema tiene solo un problema de capital y su resolución *per se* solventaría las dudas sobre la solvencia. Esa insistencia absurda muestra el profundo desconocimiento imputable al Banco de España y al Gobierno sobre cómo funciona el mercado al que, no obstante, apelan recurrentemente. Si eso no fuera así, dejarían de basar su estrategia de resolución de la crisis financiera en el capital y la centrarían en el saneamiento de los balances y en la transparencia.

Los mercados, es decir, los inversores necesitan poder valorar los proyectos en los que van a meter su dinero, precisan que las perdidas latentes estén identificadas y atribuidas. Ningún inversor sensato, salvo los denominados "fondos buitre" que aplican fuertes descuentos al *book value*, invertirá en un negocio en cuyas cifras no confía y en el que, por tanto, tiene altas posibilidades de encontrarse con la obligación de asumir unas pérdidas latentes que no conocía. A esto se hacía referencia con anterioridad cuando se afirmaba que las perdidas latentes han de estar identificadas. Pero, además, esas pérdidas han de estar atribuidas, es decir, deben ser asumidas por los inversores previos, por aquellos que ostentaban su inversión en el momento en que aquellas se generaron. Parece evidente que ningún inversor va a invertir a pérdida.

Pero, ¿qué significa todo esto? La respuesta es sencilla: El primer punto de una adecuada hoja de ruta del Gobierno y el Banco de España es el reconocimiento de las pérdidas latentes en los balances de todas las entidades, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Esta iniciativa contribuiría a desbloquear el mercado inmobiliario, actualmente estancado, y en el que el sistema financiero tiene invertido 1,1 billón de euros. Por añadidura, la cuantificación de pérdidas ha de hacerse mediante métodos no estimativos. Ello implica retornar a un sistema de provisiones contables como el existente antes de la reforma del verano pasado. Y es que, aunque al Banco de España ha argumentado que el nuevo esquema de provisiones es más severo que el anterior, eso no es cierto. El plazo de dotación disminuye, pero la perdida máxima reconocible queda legalmente limitada, siendo la consecuencia inme-

Gráfico 6: Ratio de Solvencia y Deuda Bruta Externa (en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

diata palpable: La imposibilidad de ajustar los balances al mercado.

El segundo paso para avanzar en una reforma consistente del sistema financiero sería la atribución de esas pérdidas, mediante su compensación contable, contra las provisiones (específicas y genéricas); contra las reservas acumuladas; contra el capital, en su caso; contra las participaciones preferentes y contra la deuda subordinada. Tras esta operación se plantearían dos escenarios hipotéticos. **En el primero**, tras la atribución de pérdidas se ha completado el ajuste de valor del balance. En este caso, la entidad está limpia, su coeficiente de solvencia, medido como tier-1, core capital, capital principal, o como se quiera, habrá sufrido una merma, pero eso no será obstáculo para recibir inversores de deuda o de capital porque sería posible abordar un análisis adecuado del riesgo y, por tanto, asignar un precio real.

En el segundo escenario, agotados los instrumentos capaces de absorber las pérdidas, el valor del balance no se ha ajustado en su totalidad. En este caso, las entidades que se encuentren en ese dilema han de ser intervenidas, sus órganos de administración sustituidos y el capital público ha de asumir el montante de las pérdidas restante. En una fase transitoria, el Estado ostentará la propiedad, no como en la actualidad en donde caben las nacionalizaciones parciales, y finalizado el proceso de saneamiento las instituciones intervenidas han de ser vendidas en su totalidad o por partes a través de una subasta competitiva, que permita al Estado recuperar parte del capital aportado y, de este modo, minimizar su pérdida.

Antes o después será imprescindible llevar a cabo una estrategia de esta naturaleza y cuando eso ocurra, se producirá un efecto derivado de suma importancia: El desblo-

queo del mercado inmobiliario, y, sobre todo, se crearán las condiciones adecuadas para atraer a los inversores y evitar malvenderlas. En este contexto, el crédito volverá a fluir para aquellos negocios viables, sostenibles y rentables. El resultado conjunto de esa política reduciría el riesgo del país derivado de la exposición al sistema financiero y evitaría hacer caer sobre las arcas públicas la necesidad de sanear y reestructurar el sistema financiero a un coste fiscal mucho más elevado en el futuro.

Vulnerabilidad Exterior

En contraste con Irlanda, España no es un centro financiero internacional con un gran stock de activos y de deuda en manos de inversores extranjeros. Ahora bien, la acumulación de déficit por cuenta corriente ha llevado a generar una deuda externa bruta del orden del 160% del PIB, mientras la inversión neta extranjera ha declinado en un 86% desde el segundo trimestre de 2010, comparada con el 90% en Irlanda en 2009, el 107% en Portugal, el 93% en Grecia y el 17% en Italia. En suma, la deuda exterior neta de España es similar a la de Irlanda en porcentaje del PIB y mucho más grande que la de Italia. La inversión en cartera y “otras inversiones” canalizadas a través del sistema financiero, constituyen el grueso de las entradas de capital foráneo, y exponen al país al riesgo de un “*sudden stops*”, un súbito parón de los flujos inversores recibidos por España. En este sentido, la rebaja de calificación de la deuda española, realizada por Moody’s es un mala noticia porque alimenta la incertidumbre sobre la economía española en los mercados internacionales.

La crisis de deuda: Un peligro que no cesa

El riesgo de una nueva oleada de crisis de deuda en la Eurozona no ha desaparecido. Los rescates de Grecia

**Cuadro 15: Resumen de la posición fiscal española
(en % del PIB)**

	2010	2011	2012	2013
Nuevo objetivo fiscal (en mayo de 2010)	-9,3	-6,0	-5,3	-3,0
Previsión del Gobierno en cuanto al crecimiento del PIB	-0,3	1,3	2,5	2,7
Deuda en % del PIB	65,9	71,9	74,3	74,1
Estimación del FMI en cuanto al Déficit Fiscal	-9,3	-6,9	-6,3	-5,6
Estimación del FMI en cuanto a Deuda Pública	63,5	70,2	75,1	78,6
Estimación del FMI en cuanto a crecimiento del PIB	-0,4	0,7	1,8	2,1

Fuente: "Spain Stability and Growth Pact", FMI, Octubre de 2010, RGE.

y de Irlanda no han zanjado las dudas sobre la solvencia de esos países y sobre la sostenibilidad de sus planes de estabilización. El nuevo gobierno irlandés se ha planteado renegociar el paquete de ayudas pactado con el FMI y la UE ante la dificultad, por no decir imposibilidad, de hacer frente al pago de los intereses del préstamo concedido a ese país y, probablemente, planteará una rebaja de los tipos de interés aplicados al paquete de ayuda y una quita a los bonistas de los bancos para reducir los costes de su recapitalización. Por su parte, Moddy's ha rebajado la calificación de la deuda del Estado heleno a B1 y su reestructuración es inevitable ante la incapacidad de la economía griega de generar los recursos suficientes para hacer frente a su pago. Por último, todo apunta hacia una intervención de Portugal que, a la vista de lo acaecido en Grecia e Irlanda, es posible que aparezca acompañada de una reestructuración simultánea de su deuda soberana. En este marco, el riesgo de contagio a España aumenta y el rescate de Portugal puede convertirse en una espoleta en vez de un cortafuegos.

Si se compara España con Irlanda, Grecia y otros países de la periferia de la Eurozona, hay algunas dimensiones en las cuales España está mejor y otras en las que está peor. En el terreno "positivo", España tiene un déficit público menor que el de Grecia e Irlanda pero no que el de Italia. El stock de deuda pública es más bajo que en otros países periféricos, pero en un escenario donde los costes de salvamento del sistema financiero son una incógnita y la tasa del crecimiento del PIB se sitúa en parámetros inferiores a los costes de financiar el endeudamiento, la deuda, la ratio deuda pública/PIB seguirá creciendo si la política presupuestaria se mantiene dentro de los parámetros establecidos por el gobierno y no se introducen medidas estructurales para impulsar el crecimiento. Por último, las tasas de ahorro privado son más altas en España que en otros estados de la periferia.

Pero hay otros ámbitos en los cuales el país está mucho peor:

En primer lugar, la tasa de paro supera el 20% de la población activa, la más elevada de todos los países de la periferia europea. Esto genera problemas tanto para la

recaudación fiscal como para la activación de la demanda interna vía consumo privado.

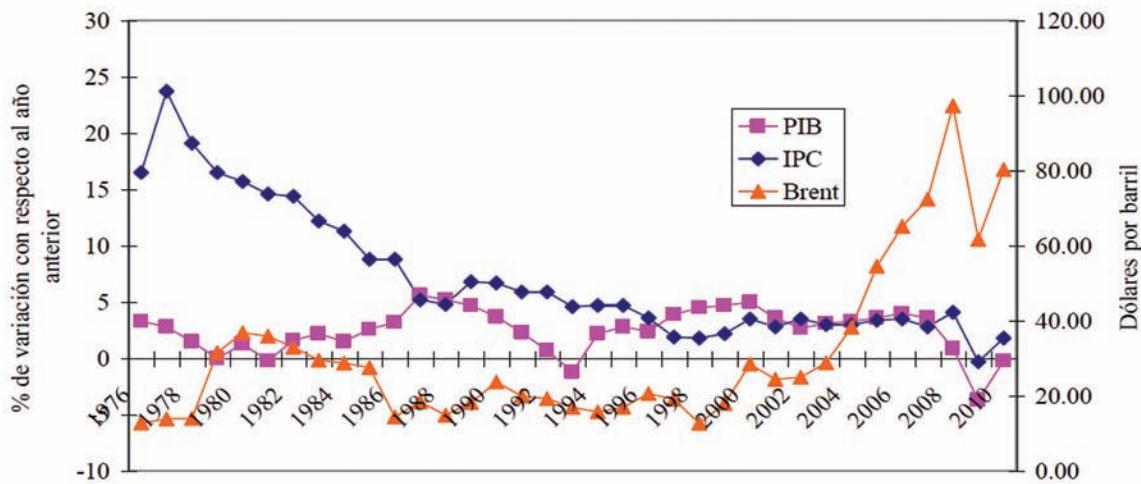
En segundo lugar, el ajuste de los precios inmobiliarios, como ya se ha comentado, no ha finalizado. Cuando se complete, la presión sobre las cuentas de resultados de los bancos y cajas y el efecto riqueza negativo sobre las familias reforzará las tendencias desequilibradoras dentro del sistema financiero.

En tercer lugar, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente está anclado en el entorno del 4% del PIB, tan grande como el de Irlanda y Grecia, y sólo superado por el de Portugal. Además de 1 billón de euros de deuda pública que necesita ser financiada en un escenario adverso, España tiene otro billón de deuda privada que también ha de ser servida y refinanciada. En 2011, los vencimientos del endeudamiento de los sectores público y privado ascienden a unos 300.000 millones de euros.

En cuarto lugar, la economía española, como la irlandesa y la griega, no presenta perspectivas claras de recuperación y su crecimiento potencial se ha recortado de manera significativa a raíz de la crisis. *Ceteris paribus*, España no retornará a tasas de crecimiento previas a la fase bajista del ciclo, al menos, hasta 2014, siempre y cuando sanee las cuentas públicas, haga las reformas estructurales y sane el sistema financiero.

En quinto lugar, durante los años de la expansión, los salarios españoles crecieron muy rápido, muy por encima del incremento de la productividad, llevando a un aumento de los costes laborales unitarios superior al de Grecia y parecido al de Portugal. Además, la Productividad Total de los Factores ha sido inferior a la portuguesa y menor que la de cualquier otro Estado de la Eurozona.

En sexto lugar, comparada con Irlanda, que atrajo un importante volumen de Inversión Extranjera Directa y es sede de numerosas compañías tecnológicas produciendo en el país y que pueden beneficiarse de la depreciación del euro, España cuenta con un sector de bienes comercializables menor, menos competitivo y con una menor aportación de valor añadido. Al mismo tiempo, Irlanda se beneficia de la ganancia de competitividad derivada de un

Gráfico 7: Evolución del petróleo, del PIB y del IPC

Fuente: Banco de España, INE, Agencia Internacional de la Energía.

descenso de los salarios superior al experimentado en España.

En séptimo lugar, la delicada, por no decir, desesperada posición financiera de algunos o muchos ayuntamientos y autonomías unida a su peso en los gastos del sector público deteriora todavía más la imagen de solvencia del Reino de España y la credibilidad del plan de ajuste fiscal y presupuestario del gabinete. Las administraciones territoriales se han convertido en un riesgo sistemático.

En conclusión, la tesis gubernamental de que los fundamentales de la economía nacional son sólidos o, al menos, mucho más que los de Grecia, Irlanda o Portugal es errónea por dos razones básicas: **La primera**, porque la coyuntura económico-financiera española condensa, si bien con menor intensidad, todos los elementos que han desencadenado las crisis de deuda en los demás estados periféricos. **La segunda**, porque el gobierno ha ido siempre por detrás de lo exigido por las circunstancias económicas y por los mercados para restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, sanear el sistema banca-cajas y aplicar las reformas estructurales imprescindibles para poner las bases de la recuperación. En este entorno, el peligro de una intervención de la economía española no es desdenable.

El petróleo, estúpido...

La evolución del precio del petróleo es un factor clave para entender cómo puede evolucionar la economía española en 2011. En el gráfico de esta página se muestra la evolución del precio de barril de Brent (en dólares en el eje derecho), del PIB y del IPC (estos últimos en el eje izquierdo y en porcentaje de variación sobre el año anterior).

Si se construye un modelo en el que se incluyen las componentes del PIB por el lado de la oferta y el efecto

sobre el mismo del sector exterior ante una potencial subida del precio del crudo, se llega a conclusiones bastante interesantes: El incremento sostenido del precio del barril de Brent afecta de manera negativa al crecimiento de la economía. Por cada dólar de aumento sostenido del precio del barril de Brent, la economía española deja de crecer en 0,03 puntos porcentuales.

Por otra parte el gobierno español basó sus expectativas de crecimiento para 2011, un 1,3%, recogidas en los PGE 2011 en tres hipótesis fundamentales: una recuperación del sector exterior, un precio medio del barril de petróleo de alrededor de 82 dólares y unos tipos de interés a largo plazo de 2,8%. Bajo el supuesto de que las otras dos premisas se cumpliesen, lo que es imposible, habría que ver que pasaría “*ceteris paribus*” si el precio del petróleo sube por encima del que se utilizó como base para construir el cuadro macroeconómico de 2011. En el momento de elaborar este informe la cotización del Brent es de 113 dólares por barril y, en las últimas semanas, la mayoría de los analistas proyecta una subida del coste del crudo hasta los 120 dólares por barril para el segundo trimestre de 2011.

En el corto plazo, la trayectoria alcista del precio del crudo se sustenta en los siguientes elementos:

Primero, por la elevación de la prima de riesgo resultado del posible contagio de la revuelta al resto de los países productores aunque la oferta de crudo no se reduzca.

Segundo, el peligro de que los movimientos opositores o los regímenes entrantes corten la producción y/o el transporte de petróleo aunque sea de modo temporal.

Tercero, la posibilidad de que las turbulencias desestabilizadoras se extiendan a Arabia Saudí, en concreto, a las provincias del Este a donde se concentra la producción

Cuadro 16: Escenarios de acuerdo al precio del petróleo

	...el precio del barril de Brent se sitúa en...	Y el PIB deja de crecer
Escenario 1: si el precio del petróleo sube 30 \$...	\$112	0,6
Escenario 2: si el precio del petróleo sube 40 \$...	\$122	0,8
Escenario 3: si el precio del petróleo sube 50 \$...	\$132	1,0

Fuente: Elaboración propia.

y densamente pobladas por chiitas muy cercanos a los revoltosos de Bahrein.

Cuarto, el riesgo de que la salida de las empresas extranjeras tenga un efecto negativo sobre la Inversión Extranjera Directa en las economías productoras de energía, y, por tanto, en su capacidad de lanzar crudo al mercado.

Quinto, el riesgo de que los consumidores finales y los inversores almacenen grandes inventarios de petróleo como movimiento precautorio o especulativo y;

Sexto que el riesgo de una transición política de resultados inciertos genere inestabilidad económica y financiera y reduzca la inversión en nueva capacidad de producción.

...y los tipos de interés

El anuncio de una subida de los tipos de interés de 25 p.b. (puntos básicos) en abril supone el inicio de una trayectoria alcista en el precio del dinero en la zona euro a lo largo de 2011. Los analistas del BCE apuestan por un aumento del mismo de 75 p.b. al final del presente año. En estos momentos, los tipos reales de interés en la Eurozona son negativos, -1,2%, y lo serán todavía más cuando la inflación crezca este año. Para evitar este riesgo es imprescindible elevar el precio del dinero y, probablemente, sí, como parece, la reactivación económica en la UEM (Unión Europea Monetaria), sobre todo en Alemania, se consolida, las presiones inflacionarias en el caso de que el instituto emisor no endurezca su estrategia monetaria se dispararían. Antes del shock petrolífero, la evolución de los precios de las materias primas sugería que la inflación se situaría por encima del 2% en 2012 y, mucho más importante, que sólo se colocaría por debajo de ese valor en ese año siempre y cuando los tipos de interés subiesen. En consecuencia, la opción de un alza de tipos superior a los 25 p.b. en 2011 crece a raíz del impacto sobre el coste del crudo de las revueltas que sacuden el mundo árabe como se ha comentado en el epígrafe anterior.

Al mismo tiempo, la brutal expansión monetaria que se ha producido a escala global para combatir la Gran Recesión ha creado los cimientos para un rebrote de la inflación apenas el crecimiento comience a acelerarse. En este entorno, el peligro de que el repunte del nivel general de precios desencadene efectos de segunda ronda, es

dicho, impulse aumentos de los salarios por encima de la productividad para protegerse de la inflación e incrementos en los márgenes en los países e industrias que tienen escasa capacidad, es muy elevado. Para conjurar esa espiral, la prudencia aconseja que el BCE debe incrementar sus tipos de intervención. De nuevo hacerlo ahora es menos costoso en términos de crecimiento y empleo que dentro de, por ejemplo, tres trimestres.

Por último, la normalización de la política monetaria europea hay que iniciarla ahora cuando parece consolidarse la salida de la crisis en la UEM y los recientes datos de PMI sugieren una aceleración del crecimiento en esa región. Aunque, *ceteris paribus*, las previsiones de los analistas consideran que el *output gap* de la Eurozona, esto es, la brecha entre el crecimiento presente y el potencial, no se cerrará hasta 2014, los efectos de la política monetaria operan con un largo retraso temporal. Tardan en afectar entre seis y ocho meses a la economía real y entre quince y veinte a los precios. Por ello es imprescindible actuar ya para evitar la acumulación de las tensiones y de las expectativas inflacionistas fuercen a subir los tipos con mayor intensidad en los próximos trimestres de lo que es necesario hacerlo ahora, lo que sí pondría en riesgo la recuperación de la zona euro.

Con un sistema financiero frágil, con la espada de Damocles de una reanudación de la ola de crisis de deuda soberana, con una fuerte dependencia del petróleo y con un abultado endeudamiento público y privado, el panorama para España es cuanto menos inquietante. Sin duda, los efectos de un alza de tipos sobre la economía nacional dependen de la magnitud de la subida. Sin embargo, el inicio de una etapa de tipos más altos tiene consecuencias inmediatas sobre las expectativas de los agentes económicos. Esto acorta de manera extraordinaria la efectividad de la política monetaria y, en el caso español, sus consecuencias depresivas. El problema se agrava si el aumento de 25 puntos básicos del tipo de intervención es sólo el comienzo de una trayectoria hacia arriba del precio del dinero y eso es lo que sucederá.

Previsiones económicas: Incertidumbre cuajada de riesgos...

En este contexto, las previsiones para 2011 no sólo

Cuadro 17: Previsiones de crecimiento económico

	2010	2011
Consenso Funcas (febrero 2011)	-0,1	0,8
Gobierno (septiembre 2010)	-0,3	1,3
Banco de España (marzo 2010)	-0,4	0,8
CE (noviembre 2010)	-0,2	0,7
FMI (enero 2011)	-0,2	0,6
OCDE (noviembre 2010)	-0,2	0,9

Fuente: Funcas.

se sitúan muy por debajo del crecimiento potencial de la economía española, sino que existe el riesgo de una abrupta interrupción de la mediocre recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2010.

Aunque eso no fuese así, las posibilidades de que España alinee su tasa de crecimiento con el potencial son remotas en el horizonte del medio plazo, incluso, si se tiene en cuenta, que la propia crisis ha reducido dicho potencial. Este hecho pone de relieve la imperiosa necesidad, repetida a lo largo de este informe, de introducir medidas en el lado de la oferta que permitan devolver el crecimiento a los niveles existentes en la pre-crisis. Mientras eso no suceda, España se instalará en un escenario de cuasi estancamiento, similar al padecido por Portugal desde hace una década y por el Japón desde hace dos.

Hasta el momento, el perfil cíclico de la economía española es el de una **L con cola de caballo**, esto es, de un fuerte descenso de la actividad, sin una reactivación sustancial del PIB a continuación y con probabilidades considerables de recaída. Si todo va bien, el PIB nacional registrará en 2011 un crecimiento positivo pero muy bajo y tardará mucho tiempo en retornar a tasas de crecimiento cercanas a su potencial, por lo menos dos años más⁶ y hay serias opciones de que el panorama empeore. En este contexto, la consolidación del precio del petróleo en niveles superiores a los 100 dólares barril y una subida de tipos de interés a lo largo de este año de 75 puntos básicos⁷ pondrán la economía nacional en recesión.

La razón para ese diagnóstico es evidente: La interacción entre los desequilibrios macro y microeconómicos acumulados durante la fase expansiva, la profundidad de la recesión con su impacto negativo sobre la renta y la riqueza de las familias, sobre el empleo, sobre las empresas y sobre el sistema financiero se retroalimenta y conduce a un período de estancamiento, sobre todo, cuando no se adoptan medidas para conjurar esa tendencia. Esos factores se ven potenciados, ya se ha apuntado, por la incertidumbre sobre la evolución de los precios del crudo, por la afloración de déficit-deuda ocultos, no contabilizados en las Administraciones periféricas, por la muy posible reemergencia de una crisis de deuda europea y por el alza de las tasas de interés. En estas circunstancias, el sector privado terminará de ajustarse, por supuesto, pero a un

coste social y económico muy alto. Este abanico de factores convierte en muy optimistas las previsiones de crecimiento realizadas por los analistas, públicos y privados, nacionales e internacionales para el ejercicio en curso, sin duda, por no haber incorporado aun el impacto del *shock* petrolífero y del alza de las tasas de interés.

A diferencia del enfoque utilizado en los anteriores informes de coyuntura, el presente se va a limitar a presentar un cuadro macroeconómico centrado sólo en 2011. La razón es la siguiente: La evolución de la economía nacional en 2012 dependerá en buena medida de la estrategia económica diseñada y ejecutada por el gobierno que salga de las elecciones generales de marzo de ese año. En consecuencia, cualquier proyección macroeconómica para 2012 está sujeta a esa restricción política que resulta fundamental a la vista de la situación en la que se encuentra España. Por tanto sería poco prudente y riguroso dibujar un cuadro de proyecciones que estaría condicionado por una variable imprevisible y crítica. La experiencia del cambio de gobierno registrado por España en 1996 se tradujo en unos resultados macroeconómicos en ese mismo ejercicio radicalmente diferentes a los previstos por los analistas.

En el cuadro macroeconómico incluido en este informe se contemplan dos escenarios sobre el comportamiento de la economía española en este ejercicio: Uno de **Recuperación Suave** (ERS) y otra de **Recaída en la Recesión** (ERR). Ambos incluyen previsiones sustancialmente bajistas respecto a las ofrecidas por el consenso imperante. En concreto, Freemarket CI prevé un crecimiento del PIB en 2011 entre un 0,4% y el -0,1% en el caso de que el coste del barril de crudo se consolide alrededor de los 112 dólares y los tipos de interés se incrementen en 50 puntos básicos. Estas dos hipótesis son de bastante probable cumplimiento, incluso optimistas, a la vista de lo comentado en epígrafes anteriores y de cómo está evolucionando el mercado de crudo y se presume que lo hará el entorno monetario europeo.

Por lo que se refiere a la demanda interna, el gasto de los hogares crecerá de forma muy moderada tanto en el escenario de RS como en el de RR en consonancia con la evolución de su renta disponible erosionada por la subida del petróleo y de los tipos de interés, por la persistencia de un abultado desempleo, por el *efecto riqueza* negativo de la

disminución de los precios-valor de la vivienda en 2011 y por la continuación de su proceso de *desapalancamiento*. La Formación Bruta de Capital Fijo moderará su decrecimiento respecto al registrado en 2010 tanto en la construcción como en los bienes de equipo pero ni el contexto monetario internacional ni las condiciones crediticias internas ni las expectativas económicas, unidas a la necesidad de las compañías de proseguir reduciendo su endeudamiento, permiten situar esa variable en valores positivos. Por añadidura, el consumo privado y la inversión sufrirán la perturbación adicional de una mayor restricción crediticia que la experimentada en 2010 debido a que las cajas se verán obligadas a elevar sus ratios de capital para cumplir con las exigencias del Real Decreto Ley de *Reforzamiento del Sector Financiero*.

En términos absolutos, el mercado de trabajo español atravesía la peor situación de su historia reciente. Según la información suministrada por el INE, la economía española ha destruido 1.950.200 puestos de trabajo desde el tercer trimestre de 2007. La tasa de paro está ya en un 20,1% después de 10 trimestres de crecimiento interanual negativo. 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 del proceso de destrucción de puestos de trabajo en 2011 si bien, como es lógico, a un menor ritmo que en los ejercicios anteriores. En este sentido está claro que la “reforma” del mercado laboral no tiene la dimensión ni el contenido adecuado para crear las condiciones adecuadas para que España no elimine tantos empleos en las fases bajas del ciclo y reduzca el paro hasta niveles similares a los de los países de su entorno en los auges.

En cuanto a los precios, el impacto de la elevación del coste de la energía se traducirá en un incremento de la inflación superior al previsto por el grueso de los analistas. El alza de las tasas de interés que aplicará el BCE a lo largo de 2011 no tendrá un efecto apreciable sobre las tensiones inflacionistas este ejercicio debido a los *lags* con los que suele operar la política monetaria. Sin embargo, como se apuntado, esa medida sí servirá para enfriar el consumo y la inversión privada. En ese escenario prevemos tanto en el escenario de RS como en el de RR una tasa de inflación interanual claramente por encima del nivel considerado por el BCE compatible con la estabilidad de precios y de la sugerida hasta el momento por el consenso.

A la vista del comportamiento de la economía y de nuestras previsiones para 2011 consideramos de imposible cumplimiento el objetivo de déficit público para el conjunto de las Administraciones Públicas en 2011. Las bases sobre las que se sustentaban los PGE 2011 para lograr recortar el agujero del sector público, un crecimiento del 1,3%, un precio del barril de crudo de 82 dólares y unos tipos de interés a largo del 2,8% son ya, a estas alturas, un ejercicio de economía ficción. Salvo un recorte adicional y sustancial de los desembolsos del sector público a lo largo de los

próximos meses, el déficit se colocará muy por encima del 6% del PIB previsto por el gobierno. Eso, sin contar las “sorpresa” que aporten las autonomías en este ejercicio. Esta conjetura es quizás la que más diferencia la posición de Freemarket de la del consenso. Finalmente, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente permanecerá anclado en los contornos del 4%, unas muy elevadas necesidades de financiación exterior para una economía con un encefalograma plano.

En conclusión, la alternativa en 2011 es o bien una economía estancada o bien una vuelta a la recesión. A los problemas ya clásicos, el alto endeudamiento público y privado, abultado desempleo, persistencia de la restricción crediticia, cuestionamiento de la solvencia de una parte sustancial del sistema financiero, pérdida acumulada de competitividad y la ausencia de una política económica capaz de afrontarlos se unen ahora tres amenazas cuya materialización es probable: La reanimación de la crisis de deuda soberana en Europa, la escalada de los precios del petróleo y la subida de los tipos de interés. De la consolidación de esos elementos negativos dependerá que España retorne a un escenario recesivo. De cualquier forma es penoso que, aquí y ahora, la opción para España es el estancamiento o la recesión. Ello responde a un solo hecho. Las dificultades económico-financieras de España tienen, permitáse la reiteración, origen político y un responsable básico: Un gobierno que ni supo diagnosticar la crisis ni adoptó las medidas precisas para superarla al mismo ritmo que los demás.

Notas

¹ Por reformas estructurales se entiende un conjunto de iniciativas que van desde la liberalización de los mercados de productos y de factores, incluido el laboral, hasta la introducción de cambios profundos en el suministro y financiación de los programas del Estado del Bienestar, hasta modificaciones en el aparato institucional, la justicia o la organización territorial del Estado, dirigidos a reducir los costes de transacción de la actividad productiva.

² Contabilidad Nacional INE.

³ Un 37% con respecto al segundo trimestre de 2010, sin embargo al tener la variable un componente estacional tan fuerte no se va a considerar este dato relevante.

⁴ El desplome de la construcción ha reducido de manera estructural, esto es, permanente los ingresos de las administraciones periféricas un 25%.

⁵ El mismo día que el Banco de España ofreció las cifras necesarias para recapitalizar el sistema financiero español, 15.500 millones de euros, Moody's las cifraba en 50.000.

⁶ La tasa de crecimiento potencial es el nivel normal de “output” que una economía produce. Para España se estimaba en un 3% antes de la crisis.

⁷ Esta hipótesis es la descontada por los analistas del propio BCE.

Cuadro 18: Previsiones económicas para España

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Previsiones Freemarket 2011	
								Escenario Recuperación Suave (ERS)	Escenario Recaída Recesión (ERR)
PIB y agregados (% variación real)									
PIB, pm (precios corrientes)	3,3	3,6	3,9	3,7	0,9	-3,7	-0,1	0,4	-0,1
<i>Gasto en consumo final</i>	4,7	4,5	4,1	3,8	0,9	-2,3	0,7	0,3	0,1
Hogares	4,2	4,2	3,9	3,5	-0,6	-4,3	1,3	0,3	0,1
Administraciones públicas	6,3	5,5	4,6	4,9	5,8	3,2	-0,7	-0,5	-1,1
<i>Formación de capital fijo</i>	5,1	7,0	7,1	5,3	4,8	-16,0	-7,6	-3,1	-4,0
Bienes de equipo	4,6	8,4	9,0	7,7	-2,5	-24,5	1,8	1,9	1,5
Construcción	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,9	-11,9	-11,1	-6,0	-6,5
<i>Exportación de bienes y servicios</i>	4,2	2,5	6,7	4,9	-1,1	-11,6	10,3	6,6	5,0
<i>Importación de bienes y servicios</i>	9,6	7,7	10,3	6,2	-5,3	-17,8	5,4	2,3	3,5
Demanda nacional (a)	4,9	5,3	5,3	4,4	-0,6	-6,4	-1,1	-0,5	-0,4
Saldo exterior (a)	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	-0,3	2,7	1,2	0,9	0,3
Empleo total (pues- tos ETC, Contabili- dad Nacional)	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,6	-6,6	-2,4	-0,5	-1,2
Tasa de paro (% po- blación activa, EPA)	10,6	9,2	8,5	8,3	11,4	18	20,2	20,8	21,5
Inflación	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,0	3,5
Saldo de las AAPP (% del PIB)	-0,4	1,0	2,0	2,2	-4,1	-11,1	-9,3	-8,3	-9,5

Nota: Los datos de 2010 son el resultado de calcular la media de los datos disponibles hasta el momento de redactar el informe. El déficit público es la previsión del gobierno para todo el año.

Fuentes: INE, BCE y BE.