

# EL PROBLEMA DEL RIESGO SOBERANO



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2010 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS  
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)

Diseño y maquetación: JPM GRAPHIC, S.L.  
C/ Martín Machío, 15 • 28002 Madrid  
Tel.: 911 812 210  
Correo: [jpm@jpm.es](mailto:jpm@jpm.es)

Impreso por ARTEGRAF, S.A.  
C/ Formación, 16  
Pol. Ind. Los Olivos • 28906 Getafe (Madrid)  
Tel.: 914 754 212  
Correo: [artegraf@artegraf.net](mailto:artegraf@artegraf.net)

*Printed in Spain* · Impreso en España

# ÍNDICE

El problema del riesgo soberano .....	5
La crisis fiscal: nueva amenaza para la economía mundial .....	7
España: la recesión se acaba pero la crisis continúa .....	13
Los desequilibrios se corrigen lentamente .....	20
La consolidación fiscal y un plan de reformas estructurales son los factores clave para recuperar la confianza .....	23



## El problema del riesgo soberano

Cuando el sistema financiero internacional todavía no se había recuperado de la crisis iniciada en 2007 tras el hundimiento de los activos *subprime*, ni de los efectos de la quiebra en 2008 de Lehman Brothers, ha estallado un nuevo episodio de **turbulencias** que esta vez tiene su epicentro en Europa, y su origen en el riesgo soberano derivado del fuerte incremento de los déficit y de los niveles de endeudamiento públicos. Esta nueva crisis, que ha llegado a poner en serio peligro la supervivencia misma del euro, ha servido para evidenciar las enormes deficiencias estructurales sobre las que se ha asentado el proceso de creación de la Unión Económica y Monetaria.

A partir de esta crisis debe iniciarse un proceso de **refundación** de la UEM sobre bases más sólidas: sobre el diseño de unos mecanismos creíbles y eficaces de disciplina del gasto público y sobre una economía más dinámica y eficiente. Esto requiere cambios importantes en el modelo económico europeo y en la concepción del papel del Estado, así como profundas reformas estructurales. La Unión Monetaria es parte esencial de un proceso de construcción europea que supone un avance histórico al que ningún país miembro puede renunciar, y que puede ser una verdadera palanca de progreso si se superan los errores y las deficiencias que han marcado su concepción.

El estallido de este nuevo episodio en la crisis financiera internacional, por otra parte, sitúa a los gobiernos ante un **dilema**: si reducen los déficit públicos de carácter estructural demasiado deprisa, la recuperación económica podría sufrir un frenazo; pero si,

*Un nuevo episodio  
de crisis financiera  
agrava  
las incertidumbres*

*Las políticas fiscal  
y monetaria  
ante un dilema*

---

\* Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en una reunión celebrada el día 28 de mayo de 2010, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

por el contrario, la consolidación presupuestaria no se planifica con determinación y coherencia y se pone en marcha ya, la confianza de los agentes económicos caerá y los tipos de interés, a medio y a largo plazo, subirán. También los bancos centrales deben acertar con la aplicación de la estrategia de salida adecuada: un cambio de rumbo demasiado rápido de la política monetaria hacia formas más ortodoxas podría desestabilizar los mercados financieros al igual que un aplazamiento desmesurado podría ocasionar temores de inflación.

*Recuperación  
a varias velocidades*

Con las turbulencias de los mercados financieros como telón de fondo, **la economía mundial prosigue la recuperación** iniciada en los trimestres centrales del pasado año, aunque a diferentes velocidades y con importantes riesgos de recaída. Mientras en Estados Unidos y en China la recuperación económica parece ganar consistencia —si bien gracias, especialmente en el segundo caso, a abundantes estímulos fiscales y monetarios—, en Europa avanza a un ritmo mucho más lento y se encuentra en peligro como consecuencia del estallido de la crisis de la deuda pública.

*La salida de la crisis  
en España  
será más lenta*

España ha sido uno de los últimos países, dentro de la UE, en salir de las tasas negativas intertrimestrales, lo que se explica por los mayores **desequilibrios** acumulados durante la fase expansiva y por la escasa capacidad de reacción de un sistema económico rígido que necesita de profundas reformas estructurales. Ya se ha dado el primer paso en la improrrogable consolidación presupuestaria. La **reducción del déficit público** por medio de la contracción del gasto que no vaya destinado a actividades productivas y olvidándose de las subidas impositivas, no sólo tendría un efecto positivo sobre la actividad y el empleo en el medio plazo sino que, además, constituye una medida fundamental para el restablecimiento de la confianza. No obstante, esta medida es tan solo un ingrediente adicional de lo que debería ser un plan de actuación global que impacte en otros muchos aspectos de la economía.

*Son necesarias  
diversas reformas*

Es urgente una **reforma en el mercado de trabajo** de mayor calado que la que ha propuesto el Ejecutivo. Ésta ha obviado la necesidad de modificar el papel de la negociación colectiva que tanto tiene que ver con la rigidez del mercado y con la productividad del factor trabajo. La reforma apenas avanza en la normalización de los costes de extinción de la relación laboral que, a la postre, universalizan el mercado y acaban funcionando como una barrera a la contratación. Es necesaria una **reforma del sistema educativo** que adecue la oferta formativa a las necesidades empresariales. Resulta, del mismo modo, fundamental la **reconversión del sistema financiero**. Existen diversas alternativas que pueden favorecer

la operativa, la disciplina y los incentivos de las entidades, como, por ejemplo, desligar la obra social del negocio bancario o apostar por cuotas participativas con potenciales derechos políticos.

## La crisis fiscal: nueva amenaza para la economía mundial

La **recesión económica mundial** en que desembocó la crisis financiera global, originada por el hundimiento de las hipotecas *subprime* y por el colapso de Lehman Brothers, comenzó a ser superada en el segundo o tercer trimestre del pasado año —aunque el sistema financiero internacional todavía no se ha recuperado completamente y los balances de las entidades siguen sin sanearse. Pero ha dejado tras de sí una importante secuela de impredecibles consecuencias: el incremento del déficit y del endeudamiento público. Son varias las causas que explican este fenómeno: los masivos planes de rescate de las entidades financieras, los planes de estímulo fiscal de la economía y, sobre todo, el incremento del componente estructural de los déficit como consecuencia de la caída permanente de ingresos que resulta de la reducción de la tasa de crecimiento potencial de la economía y, en numerosos casos, del pinchazo de burbujas financieras e inmobiliarias. En algunos casos —como Grecia—, a las anteriores razones habría que añadir una gestión irresponsable de las Cuentas Públicas durante los últimos años.

A raíz de la crisis de la deuda griega se han producido graves convulsiones en los mercados financieros, que a comienzos del mes de mayo se sumieron en una situación casi de colapso, semejante a la acontecida tras la bancarrota de Lehman Brothers, y una **quiebra de la confianza** en la economía europea y en la moneda común. Por primera vez en la historia del euro, un Estado miembro —Grecia— estuvo a punto de quebrar y otros cuatro —Portugal, Irlanda, Italia y España— se situaron en el punto de mira de los mercados de capitales. Fuera de la zona del euro, es el Reino Unido el que más complicado lo tiene. Pero en este país las autoridades disponen de un instrumento que los otros ya no poseen: el tipo de cambio de su moneda que pueden ajustar, si fuera necesario.

Las dudas sobre la solvencia de los países cuyas economías se encuentran en situación de mayor debilidad, el aumento de las primas de riesgo sobre la deuda soberana de la mayoría de los países europeos, el temor en cuanto al impacto sobre los ya deteriorados balances de las entidades de crédito y las consiguientes turbulencias que se han vivido en los mercados financieros, que han afectado muy negativamente a la cotización de la moneda común, han

*Déficit  
y endeudamiento:  
secuelas de la crisis*

*La primera crisis  
del euro  
ha sido muy grave*

*Se mantienen  
las incertidumbres*

obligado a los gobiernos a acelerar los planes de recorte del déficit fiscal y han generado una enorme **incertidumbre** en cuanto al devenir de la economía del viejo continente, hasta el punto de ponerse en duda, en algunos momentos, incluso la supervivencia misma del euro. Este se ha depreciado un 15% frente al dólar desde comienzos del año. Mientras las cosas funcionaban bien y la economía crecía, no había problemas, y el euro parecía una realidad consolidada e irreversible. Ha sido el estallido de la crisis económica lo que ha desvelado el cúmulo de debilidades estructurales e inconsistencias sobre las que se había construido la moneda común, y que, gracias a la bonanza económica, habían permanecido camufladas durante los primeros diez años de su existencia.

*Los planes de rescate  
no solucionan  
los problemas de fondo*

El **plan de rescate de Grecia** finalmente acordado, por valor de 110.000 millones de euros y una vigencia de tres años, y el mecanismo de asistencia financiera conjunto de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional, a través de la creación de un fondo de 750.000 millones de euros para rescatar a los países con problemas, permiten ganar tiempo pero no han despejado completamente las incertidumbres y la desconfianza de los mercados. Casi nadie duda de que Grecia acabará finalmente por reestructurar su deuda. El plan de ayuda soluciona, a corto plazo, sus problemas de liquidez y permite refinanciar la deuda, pero no resuelve su problema básico de insolvencia, por lo que los mercados interpretan que sólo servirá para retrasar un desenlace inevitable.

*Derogación de dos  
reglas básicas  
de la Unión Monetaria*

En cuanto al mecanismo de **asistencia a futuros países con problemas**, transmite un mensaje de compromiso de los países integrantes con la moneda común pero genera desconfianza en la economía europea por el enorme aumento de la deuda que puede implicar, y supone, además, la derogación —*de facto*— de dos reglas básicas de la Unión Monetaria. Una es la regla del no rescate de un país insolvente por sus socios solventes, estipulada en el Tratado de Maastricht, como consecuencia lógica del mantenimiento de la soberanía nacional en materia de política presupuestaria. El nuevo fondo de rescate es para gobiernos sin disciplina presupuestaria. Incentivos perversos análogos se crean también para los bancos comerciales y demás entidades financieras foráneas que le presten dinero a Estados con calificación crediticia baja: cobran intereses altos pero no tienen que asumir pérdidas en caso de suspensión de pagos de ese Estado (riesgo moral).

La otra regla derogada es la que le prohíbe al Banco Central Europeo financiar déficit públicos. Con esta regla, el Tratado de Maastricht dispuso la separación entre la política fiscal (de responsabilidad nacional) y la política monetaria (única e indivisible para toda la eurozona), para evitar el riesgo que supone la monetización de

déficit públicos para la estabilidad de los precios. Tras la decisión del BCE de adquirir deuda pública en el mercado secundario, su independencia frente a los poderes políticos ya no está tan clara como antes. La autoridad monetaria podría convertirse en el «taller de reparación» para los gobiernos que han perdido la credibilidad en los mercados de capitales.

Si esto quedara así, la Unión Monetaria Europea cambiaría de naturaleza: dejaría de ser una unión de estabilidad de precios para degenerar hacia una unión inflacionaria, una comunidad de deudores soberanos y una zona de transferencias financieras, a las que recurrirían, una y otra vez, los gobiernos proclives a los endeudamientos excesivos a costa de los contribuyentes de los países que cuiden mejor su solvencia y su capacidad de crecimiento. Las primas de riesgo en los tipos de interés aumentarían para todos los países miembros, también para los solventes. Alemania no querrá pagar continuamente la mayor parte de esta factura. Por eso **es urgente restablecer la confianza** en el buen funcionamiento de la zona del euro, lo que requiere políticas contundentes de estabilidad macroeconómica y de eficiencia microeconómica. Lo primero significa arreglar las Cuentas Públicas y controlar la inflación, y lo segundo exige reformas estructurales que eleven el potencial de crecimiento de la economía. Además, es urgente mejorar la eficacia del Pacto Europeo de Estabilidad y Crecimiento.

Dentro de este contexto, la **recuperación de la economía mundial**, aunque aún no se ha consolidado y sigue dependiendo de los estímulos fiscales y monetarios, sigue avanzando a diferentes velocidades: con gran vigor en los países emergentes, especialmente China; también con intensidad, pero de forma más moderada, en Japón y en Estados Unidos; y lentamente en Europa, donde, además, existe el riesgo de que el proceso se vea frustrado por los graves acontecimientos de los últimos meses.

En **Estados Unidos** el aumento del déficit —hasta un 11% del PIB en 2009— y de la deuda pública no parecen haber generado tensiones, y la recuperación económica sigue su curso sin mayores tropiezos. Incluso la rentabilidad de su deuda pública se ha movido a la baja desde mediados del mes de abril, cuando se intensificaron las tensiones en Europa, puesto que sus títulos se siguen utilizando como refugio. En el primer trimestre su PIB volvió a crecer a un ritmo vigoroso, un 0,8% según la estimación preliminar, impulsado por el consumo, la inversión en bienes de equipo y la recomposición de inventarios. Estos tres son los componentes sobre los que se ha asentado su recuperación desde el inicio de la misma, junto con, en menor medida, el gasto público federal —no así el estatal y el local. Desde el tercer trimestre de 2009, momento en el que Estados

*Es urgente restablecer  
la confianza  
en la zona euro*

*Las economías  
emergentes,  
las más dinámicas*

*Estados Unidos  
avanza sin tropiezos*

Unidos retornó a tasas positivas de crecimiento, su PIB ha avanzado un 2,7%. Desde enero se han creado más de 500.000 puestos de trabajo y la tasa de paro ha comenzado a descender de forma suave. La venta de viviendas se encuentra en vías de recuperación, así como sus precios. Con un incremento interanual del índice subyacente de precios por debajo del 1%, y con tendencia a la baja, la inflación no es un problema, lo que se refleja en las expectativas sobre inflación implícitas en los tipos de interés de la deuda indicizada, que en los títulos a cinco años se mantienen firmemente por debajo del 2%. Esto permitirá a la Reserva Federal retirar, de forma gradual, las medidas extraordinarias de estímulo monetario. Algunas de las mismas ya se han suprimido, y se prevé el primer aumento del tipo de interés de referencia en los últimos meses de este año. La previsión de crecimiento para este año es del 3,1% según el FMI, y del 3,2% según la OCDE.

*Japón lidera la recuperación entre los países desarrollados*

**Japón** es el país que está liderando la recuperación entre los países desarrollados. Fue uno de los primeros en abandonar las tasas negativas (en el segundo trimestre del pasado año), y desde entonces ha recuperado un 4,2% de su PIB. En el primer cuarto de 2010 creció un 1,2%, por encima, por tanto, de Estados Unidos. Desde el inicio de su recuperación, esta se ha sustentado principalmente sobre la demanda exterior, pero también sobre el consumo de los hogares, a lo que, en el primer trimestre de este año, se ha sumado la inversión en bienes de equipo. Sin embargo, su tasa de paro, tras haberse movido a la baja durante la segunda mitad del pasado año, ha aumentado dos décimas porcentuales en los primeros meses del actual, hasta el 5,1%, y su tasa de inflación subyacente sigue en tasas negativas, por debajo del -1%. El FMI prevé un crecimiento de la economía nipona del 1,9%, mientras que la OCDE estima una tasa del 3%.

*Los estímulos de China se extienden a su alrededor*

El crecimiento del PIB en **China** fue del 11,9% en el primer trimestre de este año. Al igual que en 2009, los programas de estímulo fiscal y monetario implantados por el gobierno chino siguen desempeñando un papel importante en su reactivación, pero también en la de las economías del área. Pese a la extraordinaria magnitud de dichos estímulos, el déficit fiscal del Estado apenas se incrementó desde un 0,4% del PIB, en 2008, hasta un 2,8% en 2009, y el endeudamiento público representa tan sólo el 30% del PIB. El fuerte impulso de la demanda interna, promovida por el gasto y por la inversión pública, ha dado lugar a un menor peso de las exportaciones en la composición del crecimiento de la economía china y a una reducción de su superávit frente al exterior. El saldo de su balanza de pagos por cuenta corriente se situó en un 5,8% del PIB en 2009, frente a un 9,4% en el año precedente.

La tasa de inflación en el país asiático es moderada, por debajo del 3%, aunque los precios de los activos y de las viviendas crecen de forma intensa, lo que podría estar dando lugar a la formación de una burbuja. El banco central ha endurecido su política monetaria varias veces este año, por la vía habitual del incremento de las *ratios* de reservas, con el fin de moderar el explosivo crecimiento del crédito, que en 2009 lo hacía a tasas interanuales del 30%. La previsión de crecimiento de la economía china, para 2010, es del 10% según el FMI. La **India** también avanza de forma vigorosa pero el aumento de la inflación hasta tasas del 10%, a comienzos de este ejercicio, ha dado lugar a un cambio de orientación de la política monetaria, que se ha vuelto más restrictiva, mientras que el gobierno ha comenzado a retirar sus estímulos fiscales.

El impacto de la crisis económica mundial en **Iberoamérica** ha sido dispar, aunque, en general, limitado: los países más afectados han sido México y Venezuela, que en 2009 registraron caídas del PIB del 6,5% y del 3,3%, respectivamente, mientras que el resto han presentado descensos más moderados, o incluso crecimientos. El impacto de la crisis financiera mundial sobre el sistema crediticio de la región ha sido prácticamente inexistente. La reactivación económica se ha sustentado sobre las exportaciones hacia Asia, especialmente por parte de las economías productoras de materias primas, y sobre las políticas de estímulo fiscal. Los déficit públicos han aumentado algo, pero se mantienen en niveles muy contenidos, sobre todo si los comparamos con los de los países desarrollados: la media, para el conjunto de la región, se situó en 2009 por debajo del 3% del PIB, mientras que la deuda pública se elevó cinco puntos porcentuales, hasta casi el 36% del PIB. Las tasas de inflación se sitúan en niveles de en torno al 6%, semejantes a los observados en los últimos años, aunque esta media esconde notables divergencias entre países. Así, por ejemplo, la tasa en Chile es inferior al 1%, mientras que en Venezuela se mueve, desde hace varios años, cerca del 30%. Los bancos centrales de algunos países, entre los que destacan Brasil y Chile, han anunciado la retirada de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez.

El PIB de la **zona euro** creció un 0,2% en el primer trimestre del año. De entre las grandes áreas económicas, es la que se reanima más lentamente: desde el comienzo de la recuperación, en el tercer trimestre de 2009, el avance de su PIB ha sido muy magro, tan sólo un 0,6%. La crisis financiera vivida en los últimos tiempos a raíz de los problemas de la deuda griega y de los programas de ajuste fiscal implantados en todos los países del área, podría, además, repercutir negativamente sobre la senda de recuperación que ya se había iniciado, al menos a corto plazo. No obstante, en lo que respecta a

*Limitado impacto de la crisis en Iberoamérica*

*La zona euro es la más lenta en recuperarse*

estos últimos, podrían pesar más los efectos no keynesianos positivos derivados de la mejora de las expectativas en cuanto a la consolidación de las Cuentas Públicas y la reducción de las primas de riesgo soberano. Cabe señalar que el déficit público del conjunto del área se elevó desde un 2%, en 2008, hasta un 6,3% el pasado año.

Durante los tres trimestres de recuperación, el crecimiento se ha sustentado, básicamente, sobre la recomposición de inventarios y, en mucha menor medida, sobre el consumo público y la demanda exterior. Consumo e inversión han continuado replegándose. Desde el inicio de la crisis hasta el cuarto trimestre de 2009, la pérdida acumulada de empleo ha sido relativamente moderada para el conjunto del área, un 2,6% —un 1,7% si excluimos a España— y la tasa de paro ha ascendido desde un mínimo del 7,2%, a comienzos de 2008, hasta un 10% en los primeros meses de este ejercicio.

*La autoridad  
monetaria  
debe mantenerse  
vigilante*

La **tasa de inflación** general se ha movido al alza desde finales del pasado año, hasta un 1,6% en mayo, aunque esto se debe al efecto del alza de los precios de los productos energéticos. La tasa subyacente, por el contrario, se ha movido suavemente a la baja y en los últimos meses se ha situado en torno a un 0,8%. Además, la tasa de crecimiento de la M3 se encuentra en valores negativos, todo lo cual indica que las tensiones inflacionistas, de momento, se encuentran muy contenidas, aunque la autoridad monetaria debe mantenerse vigilante ante el posible impacto inflacionista a un año vista de las medidas de expansión monetaria instrumentadas a raíz de la crisis financiera.

Antes del agravamiento de las tensiones derivadas del episodio griego, algunas de estas medidas habían comenzado a retirarse, como las subastas con adjudicación plena a diversos plazos; pero a raíz de dichos acontecimientos, alguna de dichas subastas se ha restaurado, y además se ha adoptado otra medida de gran impacto potencial, como ya se ha señalado, que es la adquisición de títulos de deuda pública. Antes de la fase aguda de la crisis de la deuda griega, los tipos de interés del mercado interbancario ya habían tocado suelo y se esperaba que progresaran lentamente al alza, debido a las expectativas de una subida de tipos por parte del BCE y a la próxima retirada de las demás medidas de provisión de liquidez aún vigentes. Con el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros ha vuelto a imperar la desconfianza y las primas de riesgo se han elevado hasta niveles de mediados de 2009, con lo que dicha tendencia al alza en los tipos interbancarios se ha reforzado.

*Alemania crece  
sobre las exportaciones  
y los inventarios*

**Alemania** encadenó, en el primer trimestre del año, el cuarto periodo consecutivo con tasas positivas de crecimiento, con un ascenso del PIB del 0,2%. Su recuperación se ha asentado básicamente sobre las exportaciones y sobre la recomposición de inventarios,

mientras que el resto de la demanda nacional se ha mantenido prácticamente estancada durante todos estos trimestres —salvo por una ligera aportación positiva del consumo público. El empleo apenas ha sufrido la crisis. La tasa de desempleo sólo se elevó seis décimas porcentuales durante la primera mitad de 2009, para luego volver a descender hasta el 7,1% en el mes de abril de este año, idéntico nivel al existente antes del inicio de la crisis.

En el caso de **Francia**, cuyo PIB creció un 0,1% en el primer cuarto del año, la composición de su crecimiento desde el inicio de la recuperación ha sido algo más equilibrada. Junto a las exportaciones, también la demanda nacional ha desempeñado un papel como motor de crecimiento, aunque sólo en sus componentes de consumo de los hogares y consumo público, ya que la inversión sigue sin despegar. La pérdida de empleo a lo largo de la crisis ha sido moderada, en torno a un 2%, y su tasa de desempleo se ha incrementado hasta el 10,1%, desde un 7,6% a comienzos de 2008. La **economía italiana** creció un 0,5% en el primer cuarto de 2010, aunque su recuperación es algo titubeante y con altibajos. El empleo se ha reducido un 2,5% desde el inicio de la recesión, y su tasa de paro ascendía, en abril, al 8,9%, 2,5 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis.

Los países comunitarios que están sufriendo más duramente el impacto de la crisis, tanto en términos de PIB como de empleo, son los **bálticos**, con caídas porcentuales de dos dígitos en ambas variables, seguidos de **Irlanda**. Este último ostenta el record de déficit público dentro de la UE, un 14,3% en 2009; su prima de riesgo de la deuda pública se halla entre las más elevadas y se encuentra en una situación muy cercana a la deflación, con tasas negativas en su índice subyacente desde hace más de un año. El **Reino Unido**, que, de entre las grandes economías es, tras Italia, la que ha sufrido mayor retroceso en su nivel de actividad económica —no así en el empleo, cuyo descenso ha sido muy moderado—, consiguió salir de la recesión en el último cuarto de 2009. Su nivel de déficit público es el tercero mayor de la UE, tras los de Irlanda y Grecia, con un 11,5%.

### **España: la recesión se acaba pero la crisis continúa**

En el primer trimestre de 2010, la economía española registró la primera **tasa de crecimiento positiva** después de siete trimestres en negativo, un 0,1%, con lo que la caída interanual del PIB desciende hasta el 1,3%. La aportación de la demanda nacional al crecimiento sigue siendo negativa, aunque menos que en los trimestres

*Recuperación más equilibrada en Francia, mientras que Italia sufre altibajos*

*Los países bálticos e Irlanda, los más castigados. El Reino Unido salió de la recesión al final del 2009*

*Primera tasa de crecimiento positiva*

*Limitada capacidad  
de crecimiento  
del consumo*

anteriores, mientras que la aportación del sector exterior sigue siendo positiva. En este modesto avance ha tenido mucho que ver el crecimiento del consumo público, que, tras sufrir un inesperado recorte en el trimestre anterior, restando crecimiento al PIB, en el primer trimestre de este año ha repuntado hasta el punto de que, si no es por ello, el resultado del crecimiento habría sido negativo, puesto que el resto de los componentes de la demanda nacional, en su conjunto, registraron un empeoramiento a causa de la recaída de la inversión.

El **consumo de los hogares** ha crecido un 0,5%, y es el segundo trimestre consecutivo de ascenso de esta variable, que, durante el periodo en que se mantuvo en negativo, sufrió un derrumbe acumulado del 7%. El fuerte incremento de la tasa de ahorro de los hogares, unido a la reducción de la carga de la deuda derivada de la caída de los tipos de interés y a la reducida tasa de inflación, han permitido un cierto saneamiento de los balances de las familias que ya hace posible una estabilización del consumo. No obstante, todavía no se dan las condiciones para que esta variable comience una nueva fase expansiva. Por una parte, el desempleo va a seguir aumentando, ya que persiste un exceso notable de capacidad productiva en la construcción y en otros sectores relacionados, de modo que el ahorro —por motivo precaución— se mantendrá en niveles elevados. De hecho, el Índice de Confianza del Consumidor, tras recuperarse y dejar atrás los mínimos alcanzados a finales de 2008 y comienzos de 2009, se ha estabilizado en niveles todavía inferiores a los que se corresponden con un crecimiento sólido del gasto, e incluso ha descendido en mayo —lo que podría deberse al impacto de las medidas de ajuste fiscal anunciadas por el Gobierno.

Por otra parte, aunque el nivel de **endeudamiento de los hogares** se ha moderado, sigue siendo muy elevado. A finales del pasado año se situó en un 125,4% de su renta bruta disponible, lo que supone una sensible corrección desde el máximo del 130,9% alcanzado a mediados de 2008, pero aún sigue siendo un nivel demasiado elevado. Además, los tipos de interés ya no van a seguir descendiendo; su recorrido, a partir de ahora, sólo puede ser al alza, por lo que la carga de la deuda volverá a incrementarse. En suma, no podemos esperar más que, como mucho, crecimientos muy moderados de esta variable salpicados de recaídas. La previsión para 2010 se sitúa en una tasa del -0,6%.

*Expectativas  
desfavorables  
para la inversión*

La **inversión en bienes de equipo**, que presentó un sorprendente crecimiento en el último trimestre de 2009, ha retornado a comienzos de este año, como era previsible, a tasas negativas. Su registro fue del -1,8%. No es probable que volvamos a presenciar resultados positivos por el momento, puesto que los condicionantes económicos sobre los que se sustenta la evolución de esta variable siguen

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA**  
(% de variación en términos reales sobre el año anterior)

	2009	2010
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,0</b>
Consumo de los hogares	-5,0	-0,6
Consumo público	3,8	-1,0
Formación bruta de capital fijo	-15,3	-7,3
— Bienes de equipo y otros productos	-20,7	-6,0
— Construcción	-11,2	-8,5
Demanda nacional	-6,1	-2,3
Exportación de bienes y servicios	-11,5	5,0
Importación de bienes y servicios	-17,9	0,0
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>		
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:		
— Variación en miles	-1.271	-400
— Variación en porcentaje	-6,7	-2,2
Tasa de paro (EPA, media anual)	18,0	20,1
<b>PRECIOS Y COSTES</b>		
Precios de consumo (media anual)	-0,3	1,5
Remuneración salarial media	3,7	1,5
Costes laborales unitarios	0,4	0,3
<b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>		
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-5,4	-5,0
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>		
Déficit (-) o superávit (+)	-11,2	-10,0

Fuentes: Para 2009, INE y Banco de España; para 2010, previsiones del Instituto de Estudios Económicos.

siendo muy negativos. **Las expectativas continúan siendo muy desfavorables**, como demuestran los indicadores de confianza empresarial. Estos, aunque se han recuperado desde los mínimos históricos alcanzados en el primer trimestre de 2009, siguen aún en niveles de recesión. La **utilización de la capacidad productiva**, aunque también ha aumentado ligeramente, se encuentra todavía en mínimos históricos y los resultados empresariales siguen siendo desfavorables. A todo ello hay que añadir las **restricciones de crédito**, que se van a mantener hasta que las entidades financieras —sobre todo las cajas de ahorros— saneen sus balances, circunstancia que, por sí sola, hace impracticable cualquier reactivación a medio plazo de este componente de la demanda. Se espera, por tanto, un descenso de esta variable macroeconómica del 6% para este año.

*La actividad  
inmobiliaria  
toca fondo*

La **inversión en construcción** continúa deteriorándose. Su caída intertrimestral, en el primer cuarto del ejercicio, fue del 3,4%. En el caso de la construcción de viviendas el descenso fue del 5,4% —un 20,7% en comparación interanual. Hay indicios de que el **mercado inmobiliario** ha tocado fondo. Según la estadística de transmisiones de derechos de la propiedad y de hipotecas constituidas, en los primeros meses de este año se ha producido un leve crecimiento de las ventas de viviendas que puede estar vinculado a la inminente subida del IVA. Pero éstas se van a mantener en un nivel muy reducido mientras prosiga la destrucción de empleo y las entidades financieras no completen el saneamiento de sus balances, condición necesaria para restablecer el crédito. Además, existe un *stock* de viviendas sin vender muy voluminoso, y hasta que no sea absorbido por la demanda, la construcción de nuevas viviendas se mantendrá en niveles muy deprimidos. A esto se suman los recortes de la inversión pública, no sólo del Estado sino también de Comunidades Autónomas y de ayuntamientos, de modo que la inversión total en construcción continuará retrocediendo este año a ritmo elevado, si bien más moderado que en el pasado ejercicio, en torno a un 8,5%.

*El crecimiento  
se seguirá  
sustentando  
sobre las  
exportaciones*

Las **exportaciones** mantuvieron, en el primer trimestre del año, la tendencia a crecer más que las **importaciones** ya observada en los trimestres precedentes. El avance respectivo de ambas variables fue del 2% y del 1,1%. De este modo, la aportación del sector exterior al crecimiento fue positiva por noveno trimestre consecutivo. Dado el contexto de recuperación de la economía internacional y las escasas perspectivas de crecimiento de la demanda nacional, cabe esperar el mantenimiento de estas tendencias durante todo el año, aunque la competitividad perdida y el ritmo más bien moderado de reactivación de la economía de nuestros principales socios comerciales —la Unión Europea— limitan las posibilidades de avance de

las exportaciones. Estas crecerán un 5% este año, mientras que el ascenso de las importaciones será nulo.

Desde el lado de la oferta, el Valor Añadido Bruto (VAB) de la **industria** creció un 2% en el primer trimestre de 2010, continuando la recuperación registrada ya en el trimestre anterior. La evolución de los indicadores relativos a la actividad en el sector industrial ha sido mixta. Por una parte, el Índice de Producción Industrial ha presentado un leve retroceso en comparación con el trimestre anterior, al tiempo que el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector ha intensificado, durante el mismo periodo, su ritmo de descenso. Por otra parte, el Índice de Cifra de Negocios aceleró el crecimiento observado en este indicador en los trimestres anteriores, algo semejante a lo sucedido con las entradas de pedidos, mientras que el nivel de existencias se ha reducido hasta cerca del existente antes de la crisis. En cualquier caso, la recuperación de la industria está ligada a la demanda externa, por lo que sus perspectivas de crecimiento son más bien modestas.

La actividad siguió retrocediendo en el sector de la **construcción**, cuyo VAB sufrió una variación del -2,3%, lo que supone un descenso incluso mayor que el del trimestre anterior, rompiendo la tendencia a la moderación de las caídas que se había producido a lo largo del pasado año. Esto puede obedecer al final del plan de obras públicas municipales, así como a las malas condiciones meteorológicas durante el invierno, que pueden haber producido el efecto de paralizar muchos trabajos. En sintonía con este resultado, el consumo de cemento se hundió durante este trimestre. El número de viviendas iniciadas siguió menguando en el último trimestre de 2009 —último periodo para el que se dispone de datos—, hasta las 10.500 de media al mes, muy lejos de las más de 60.000 mensuales que llegaron a iniciarse en el punto álgido de la expansión; y los visados de nuevas viviendas también siguen descendiendo, aunque a ritmo decreciente. Todo ello, junto con los recortes en la obra pública anunciados por el Gobierno, hace prever que **la actividad en la construcción continuará a la baja** durante bastante tiempo y que el sector seguirá expulsando mano de obra a medida que finalicen las obras en curso. El sector sigue estando **sobredimensionado**, y cabe esperar que el empleo y la actividad en el mismo sigan descendiendo hasta que su peso se aproxime más a la media de los países de nuestro entorno y a nuestra media de largo plazo.

El VAB de los **servicios de mercado**, que los trimestres tercero y cuarto de 2009 anotó leves incrementos intertrimestrales, volvió a retroceder, a comienzos de 2010, un 0,2%. El número de afiliados a la Seguridad Social en el sector se mantuvo estable, tras presentar un pequeño crecimiento en el trimestre precedente, si bien, según la

*Recuperación  
industrial ligada  
a las exportaciones*

*Intensificación  
de la caída  
en la construcción*

*Los servicios vuelven  
a retroceder  
en el primer trimestre*

EPA, el número de ocupados en el sector se incrementó. El Índice de Cifra de Negocios creció ligeramente en el mismo periodo a precios corrientes, de modo que, una vez deflactadas las cifras, el resultado debió de ser un pequeño descenso en términos reales. El Índice de Confianza del sector se recupera lentamente, y aún se encuentra muy por debajo de los niveles pre-crisis.

*Floja actividad  
en el sector turístico*

En cuanto a los indicadores del **sector turístico**, se ha incrementado el número de pernoctaciones en los cuatro primeros meses del año, aunque en mayor medida las de los viajeros nacionales que las de los extranjeros, manteniéndose la misma tónica que en el pasado año. Sin embargo, la entrada de turistas ha descendido, al igual que el gasto medio por turista. El Índice de Cifra de Negocios en el subsector hotelero también ha empeorado en el primer trimestre. Y los ingresos por turismo, según la Balanza de Pagos, se han mantenido, en tendencia, bastante estables desde diciembre, tras haber descendido durante todo el año y medio anterior. En suma, la actividad en el sector turístico ha sido más bien floja.

*Empeoramiento  
del empleo  
en la industria  
y en la construcción*

Con respecto a la evolución del **mercado laboral**, según la Encuesta de Población Activa, la ocupación se redujo en el primer trimestre del año a un ritmo muy similar al del período anterior, con lo que se interrumpe la tendencia a la moderación de las caídas que se había manifestado a lo largo del pasado año. Esto se debería al **empeoramiento del empleo en dos sectores: la industria y la construcción**. En el caso de la construcción, puede obedecer, como ya se ha comentado con anterioridad, al final del Plan E y a la paralización de obras por las malas condiciones meteorológicas. En el caso de la industria, la caída del empleo podría estar vinculada a sectores relacionados con la construcción. Según las cifras de Contabilidad Nacional, el descenso en el número de empleos equivalentes a tiempo completo ha mantenido la trayectoria a la desaceleración, también con un notable empeoramiento en la construcción y en la industria, pero con una mejoría importante en los servicios.

*Descenso  
de la población  
activa*

Un fenómeno singular, en la evolución reciente del mercado laboral, es que la **población activa** tiende a descender desde hace algo más de un año, lo que se explica, en parte, por el descenso de la tasa de actividad —probable efecto desánimo—, y en parte, por el descenso de la población entre 16 y 64 años. En este último hecho pueden confluir, asimismo, dos circunstancias: el retorno de algunos inmigrantes a sus países de origen y nuevas tendencias demográficas. En cuanto al descenso de la tasa de actividad, que ha pasado de un 60,1%, en los primeros momentos de la recesión, a un 59,8% en el primer trimestre de este año, esta reducción se ha concentrado en los varones y en las personas entre 16 y 24 años.

Pese a que el descenso en los activos —tanto en número como en tasa— ha contenido algo el aumento de la **tasa de desempleo**, esta ha escalado hasta el 20% en el primer trimestre de este año. La fuerte concentración del ajuste del empleo en el colectivo de los trabajadores temporales hace que la tasa de temporalidad haya descendido de forma constante desde el inicio de la crisis, situándose, en el primer trimestre, en el 25,1%, frente a más del 30% anterior a la misma. Con respecto a las previsiones para este año, el empleo —en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo— descenderá en torno al 2,2% y la tasa de paro media anual se situará en el 20,1%.

Podemos concluir que, pese al crecimiento observado en el primer trimestre del año, **el diagnóstico sigue siendo muy negativo**, y todavía estamos lejos de poder hablar de recuperación. Los grandes **desequilibrios** acumulados durante la etapa expansiva —elevado nivel de endeudamiento privado, exceso de capacidad productiva en el sector de la construcción, elevado *stock* de viviendas sin vender, exceso de peso del «ladrillo» en los balances de las entidades financieras, pérdida de competitividad— constituyen un pesado lastre que impide que la economía española remonte, y van a seguir haciéndolo durante mucho tiempo, especialmente si no se ponen en marcha **reformas** profundas, pues el proceso de corrección de los mismos es, y seguirá siendo, muy lento. Por otra parte, la escasa intensidad de la recuperación económica en la UE y la posibilidad, incluso, de una recaída, dada la poca solidez de los fundamentos sobre los que se sustenta aquella, unido a la competitividad perdida de nuestra economía, no permiten albergar grandes esperanzas en cuanto a una reactivación de nuestra economía impulsada por el sector exterior.

Además, cada vez son mayores los **riesgos derivados de la inestabilidad de los mercados financieros**. Su escasa confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española, ante la lentitud de su proceso de ajuste y la ausencia de reformas estructurales profundas, más que las cifras de endeudamiento actual y de déficit, han impulsado la **prima de riesgo** de la deuda pública hasta cerca de dos puntos porcentuales por encima de la alemana. Los mercados temen que, debido a la falta de crecimiento económico, el volumen de la deuda, que ahora mismo es asumible, acabe volviéndose insostenible. El aumento de la prima de riesgo soberana incrementa los gastos financieros del Estado, empeorando el problema del déficit, y repercute negativamente sobre la capacidad para obtener financiación en los mercados exteriores por parte de los agentes privados, lo que puede ser especialmente preocupante en el caso de las entidades financieras, que deben refinanciar volúmenes importantes de deuda.

*El ajuste del empleo se concentra en los trabajadores temporales*

*Todavía no podemos hablar de recuperación*

*El incremento de nuestra prima de riesgo soberana es preocupante*

Nos espera, por tanto, una larga etapa de crecimiento muy débil, insuficiente para devolver la tasa de paro a niveles aceptables a medio plazo, y plagada de riesgos. A no ser que se pongan en marcha reformas profundas que dinamicen la economía, que aceleren el proceso de ajuste y que restauren la confianza del exterior en nuestra economía. Dadas las negativas circunstancias que pesan sobre nuestra economía, la **previsión de crecimiento del PIB** para 2010 es del -1,0%.

### Los desequilibrios se corrigen lentamente

#### *El déficit corriente sigue corrigiéndose*

El fuerte **déficit de la Balanza por Cuenta Corriente** generado por la economía española durante los años de expansión continúa su proceso de lenta corrección. En el primer trimestre de este año se situó en el 5% del PIB —media móvil de cuatro trimestres—, la mitad del existente en el punto álgido de la expansión. Aunque el ritmo de reducción del mismo se ha moderado: en dicho periodo, la brecha corriente se redujo un 21% interanual, frente a ritmos interanuales de descenso superiores al 50% durante 2009. Esta moderación obedece a la ralentización en el recorte del déficit en el comercio de bienes, que sólo descendió un 14% —frente a tasas de alrededor del 50% en 2009—, y al aumento del déficit en la Balanza de Transferencias Corrientes. El superávit en la Balanza de Servicios se incrementó mientras que el déficit de la Balanza de Rentas siguió descendiendo a buen ritmo, gracias a las bajadas en los tipos de interés. La necesidad de financiación de la economía, en el primer trimestre de 2010, fue del 4,6% del PIB.

#### *Aumenta la inversión extranjera directa en el primer trimestre*

Desde el punto de vista de la Cuenta Financiera, cabe destacar que, en el primer trimestre de este año, el **saldo de inversiones directas** volvió a ser positivo. Los flujos de inversiones de cartera, principal partida sobre la que se ha sustentado en los últimos años la financiación de nuestro déficit exterior de forma casi permanente, se volvieron negativos y la entrada neta de recursos por otras inversiones descendió. En suma, el total de flujos de entrada por la Cuenta Financiera —excluyendo el Banco de España— en los tres primeros meses del año ha descendido en comparación con el mismo periodo del año pasado; sin embargo, como el descenso de las necesidades de financiación de nuestra economía ha sido incluso superior, dichas entradas de recursos han sido suficientes para cubrir tales necesidades. Esto supone un cambio con respecto a la situación observada en los dos pasados años, en los que las entradas por la Cuenta de Capital eran inferiores a las necesidades de financiación, aunque aún es pronto para saber si se mantendrá así durante

todo el año. Probablemente, los datos de los meses de abril y mayo, en los que arreció la crisis financiera, ofrecerán cambios importantes.

Desde el punto de vista del **equilibrio entre ahorro e inversión**, la disminución de nuestro déficit corriente procede de la reducción de la tasa de inversión de nuestra economía, que en el primer cuarto de 2010 fue del 23,6% del PIB, frente a tasas del 30% anteriores a la crisis. El ahorro nacional bruto también ha descendido, en porcentaje del PIB, debido a la abrupta caída del ahorro público hasta tasas fuertemente negativas, lo que ha contrarrestado el incremento del ahorro privado. Concretamente, el ahorro de los hogares en el cuarto trimestre de 2009 —último para el que se dispone de datos desagregados por sectores institucionales— se disparó hasta el 18,8%, probablemente su máximo histórico. Los hogares volvieron a presentar una capacidad de financiación positiva del 7,1% del PIB en 2009, es decir, el ahorro de las familias fue superior a su inversión en esa cuantía, tras varios años presentando necesidad de financiación. Las sociedades no financieras redujeron, por su parte, su necesidad de financiación hasta un 2,2% del PIB, desde máximos de más del 11% del PIB.

Por tanto, el sector privado está corrigiendo sus desequilibrios pero el aumento del desequilibrio financiero en el sector público está contrarrestando, en parte, este esfuerzo, de modo que la economía, en su conjunto, sigue necesitando endeudarse con el exterior, aunque sea en menor medida que en el pasado. La dificultad para contener el déficit público y el hecho de que la demanda nacional ya no va a caer a un ritmo tan intenso como en el pasado año —probablemente la tasa de ahorro haya tocado techo y experimente ligeros descensos— va a impedir que el déficit corriente siga reduciéndose significativamente este año, de modo que la previsión, para el conjunto del ejercicio, es de un **saldo negativo** de en torno al 5% del PIB.

El **déficit público** acumulado hasta el mes de abril de este año, medido en términos de Contabilidad Nacional, se ha reducido por primera vez en más de dos años. El crecimiento del gasto se ha moderado, si bien en términos de caja sigue creciendo a tasas de dos dígitos. Aumentan los pagos por intereses de la deuda, los gastos de personal, los pagos al Sistema Público de Empleo Estatal y las transferencias a las CC.AA. a cuenta del nuevo sistema de financiación. Descienden, sin embargo, las transferencias a los ayuntamientos por el final del Plan de Obras Públicas Municipales —que este año ha sido sustituido por otro programa de menor cuantía económica—, así como los gastos de inversión y de capital. Los ingresos comienzan a remontar, y entre enero y abril fueron un 10,1% superiores a los del mismo periodo del año anterior. No obstante, ambos

*Corrección  
de los desequilibrios  
financieros privados*

*Fuerte desequilibrio  
público*

periodos no son exactamente comparables debido a cambios normativos y en los plazos de recaudación, aunque sí se puede decir que la caída de ingresos, al menos, ha tocado suelo, como resultado de la supresión de la desgravación de 400 euros, la subida de los Impuestos Especiales en junio pasado y puede que, también, como consecuencia de que la actividad económica ha dejado de caer. En cualquier caso, la contención del **déficit** este año será modesta, por lo que difícilmente será inferior al 10% del PIB.

*La inflación subyacente se encuentra en niveles muy reducidos*

La tasa de **inflación** ha continuado al alza desde el inicio de 2010, y en mayo se situó en el 1,8% —la tasa armonizada de mayo fue del 1,8%, según cifras preliminares. Este incremento obedece al aumento de la inflación en los componentes más volátiles: energía y alimentos no elaborados. Aunque el diferencial con la eurozona vuelve a ser positivo en la tasa general, en la subyacente es fuertemente negativa: ocho décimas porcentuales en abril. Y es ya más de un año con diferencial negativo en este índice. Este es otro de los desequilibrios de la economía que se están ajustando, aunque queda mucho por recorrer para recuperar toda la competitividad en precios perdida durante la etapa expansiva. La tasa media de inflación en el índice general se podría situar, este año, en el 1,5%, si bien su resultado está condicionado por la evolución del precio del petróleo y por la cotización del euro, factores sobre los que existe gran incertidumbre, especialmente en estos momentos.

*Sin tensiones inflacionistas por el lado de la oferta*

El **Índice de Precios Industriales**, que es el que nos informa de las tensiones inflacionistas por el lado de los costes o de la oferta, se mueve al alza, tanto en el índice general como en el que excluye energía y alimentos. Los ascensos son bastante generalizados por componentes y muchos de los que habían presentado tasas negativas, a lo largo del pasado año y comienzos del actual, ligados al uso intensivo del petróleo o de la energía, como el caucho y los plásticos, los productos químicos o el papel, ya se encuentran en positivo, mientras que la mayoría de los productos de consumo no energéticos han estabilizado, o incrementado, sus tasas de crecimiento de los precios, si bien en todos los casos en niveles muy reducidos.

*Tenemos que vigilar los Costes Laborales Unitarios*

Es en la evolución de los **Costes Laborales Unitarios (CLU)** donde mejor se ha puesto de manifiesto la pérdida de competitividad-precio de nuestra economía en los últimos años. Éstos se han desacelerado notablemente en 2009, cuando crecieron un 0,4%, frente a un 4,6% en el año anterior. En el sector industrial, sin embargo, registraron una preocupante aceleración, lo que se explica por la caída de la productividad sectorial. En el primer trimestre de este año, en el conjunto de la economía, los CLU se han reducido en comparación con el trimestre anterior, a causa de un descenso en la remuneración por asalariado y de un incremento de la productividad por

ocupado. En la industria, la remuneración por asalariado ha seguido creciendo a un ritmo intenso, pero el fuerte incremento de la productividad ha permitido que los CLU registren un descenso en comparación intertrimestral.

Existe una tendencia hacia el ascenso de la **productividad** desde el inicio de la crisis, aunque no porque se produzca una mejora genuina de la eficiencia en el uso de los recursos productivos, es decir, no se trata de un ascenso de la productividad total de los factores, sino de un efecto matemático derivado del fuerte ajuste de la mano de obra. La otra tendencia que se advierte es hacia la moderación de los incrementos salariales, aunque estos siguen creciendo a un ritmo relativamente elevado. La conjugación de ambas trayectorias hace posible que el fuerte crecimiento de los CLU se haya frenado, e incluso descienda algunos trimestres, y que su evolución sea mejor que en la media de la UE, lo que nos permite recuperar algo de competitividad en costes. Sin embargo, una mayor contención de los crecimientos salariales haría posible que este ajuste se acelerase, lo que también aceleraría la salida de nuestra economía de la crisis. Finalmente, la previsión para la evolución de los CLU, en el conjunto de 2010, es de un crecimiento del 0,3%.

*Recuperamos algo de la pérdida competitividad en costes*

### **La consolidación fiscal y un plan de reformas estructurales son los factores clave para recuperar la confianza**

La **incertidumbre** sigue siendo el factor condicionante y rector de la economía en gran parte de los países. Así lo han reflejado los reiterados episodios de inestabilidad en los mercados financieros, pues la capitalización y la reestructuración de las entidades financieras aún no ha concluido, por lo que el crédito no fluye con normalidad, y así lo revela, también, el tensionamiento de las primas de riesgo de la deuda pública, que no es más que el reflejo de la falta de confianza en cuanto a la solvencia de un país, fruto de la incredulidad sobre la eficacia y la duración de los efectos de las políticas económicas implementadas por algunos gobiernos. La reciente quiebra de Grecia ha situado en el punto de mira de los inversores extranjeros a otros países que comparten ciertas similitudes con la economía helena, como son el elevado déficit público, las cuantiosas emisiones de deuda pública y la baja productividad de la mayoría de los sectores económicos. En este grupo de países, además de Italia y de Portugal, se encuentra España.

Ante esta situación, la principal tarea del Gobierno español consiste en **restablecer la confianza**, lo que obliga a acometer políticas contundentes orientadas a garantizar la estabilidad macroeconómica,

*La incertidumbre sigue siendo el factor condicionante y rector de las economías*

*La principal tarea del Gobierno español consiste en restablecer la confianza a partir de políticas que garanticen la estabilidad y potencien la eficiencia*

*Se ha comenzado a tomar en serio la necesidad de controlar el gasto*

*Una consolidación presupuestaria que sea creíble puede tener efectos positivos sobre la actividad y el empleo*

coordinadas con una batería de medidas que potencien la eficiencia microeconómica. Las primeras implican sanear las Cuentas Públicas y las segundas requieren reformas estructurales que eleven el potencial de crecimiento de nuestra economía. En cuanto a la estabilidad macroeconómica, parece que el ajuste ya ha comenzado tras el anuncio del Gobierno, el pasado mes de mayo, de las medidas de contención del gasto público. La reducción de un 5% de media de los salarios públicos, la congelación de las pensiones en 2011, la suspensión del régimen transitorio de jubilación parcial, la eliminación del «cheque bebé», la supresión de la retroactividad en las prestaciones por dependencia y el recorte del gasto farmacéutico, persiguen el objetivo de reducir, progresivamente, el déficit público para poder cumplir con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento que fija el déficit en el 3% del PIB para el año 2013. La crítica situación de la economía española justifica la urgencia de acometer un programa de consolidación presupuestaria que sea creíble y orientado a sembrar las bases del crecimiento.

Existe un fuerte consenso y evidencia empírica de que los ajustes más eficaces y sostenibles son los que se enfocan desde el lado del gasto público corriente, estando normalmente condenados al fracaso los que descansan en subidas impositivas, especialmente en el ámbito de la imposición directa. Por ello, el **sanearamiento de las finanzas públicas** debería comenzar fijando los límites al crecimiento tanto del gasto como de las posibilidades de endeudamiento, no sólo del Estado sino también de las Administraciones Territoriales. De esta forma, se conciliaría la necesidad de austeridad con la flexibilidad requerida por los gestores públicos para que puedan hacer frente a lo que consideren más necesario, sacrificando lo que no lo sea. Los sacrificios en partidas que hasta ahora se consideraban intocables, como los salarios públicos o las pensiones, ha de interpretarse en clave de señal. La contención salarial tendría el efecto añadido de servir de anclaje a la negociación colectiva, con el consiguiente freno a la destrucción de empleo. Aun asumiendo que las medidas son insuficientes para la magnitud de la consolidación necesaria y que se han dejado de lado las reformas estructurales que deben acompañar a un proceso de este tipo, es una buena noticia que se haya empezado a tomar en serio la necesidad de controlar el gasto.

Si acometiéramos una reducción sustancial del **déficit público** a través de la contracción del gasto público, el crecimiento no se sentiría ni siquiera en el corto plazo en la misma proporción. Por un lado, porque se reduciría nuestro déficit exterior; y por el otro, porque provocaría un efecto ricardiano expansivo compensador, vía mayor disponibilidad de financiación y menores expectativas de

impuestos futuros, circunstancias que alentarían tanto la inversión como el consumo. La evidencia empírica ha demostrado que estos últimos efectos indirectos son de tal magnitud, que, en la práctica, una consolidación presupuestaria que sea creíble y bien orientada, puede no sólo tener un efecto positivo sobre la actividad y el empleo a medio plazo, sino también a corto, compensando los, en principio, contractivos efectos directos inmediatos que sobre la demanda agregada puede tener un ajuste fiscal.

El denominado **gasto social** no puede ser intocable, entre otras razones porque explica la llamada deuda implícita y el envejecimiento demográfico añade tensiones para el futuro, por lo que se debería reforzar la proporcionalidad entre lo aportado y lo percibido retrasando la edad de jubilación y aumentando el número de años de cálculo. Estas dos últimas medidas, junto con la posibilidad de limitar las jubilaciones anticipadas, parecen formar parte de la propuesta de reforma del sistema de pensiones por parte del Ejecutivo, sujeta a la aprobación del Pacto de Toledo. Del mismo modo, la prestación por desempleo debería modularse para reforzar los incentivos a la búsqueda de empleo y evitar los casos de fraude. A este respecto, los llamados subsidios asistenciales deberían condicionarse a la ausencia de recursos y a la realización de trabajos comunitarios o acciones de formación. Además, es necesario revisar los programas de políticas activas desde una perspectiva de coste-beneficio. Una cuestión primordial sería reducir y condicionar al seguimiento de las políticas de austeridad aprobadas, las transferencias a las Comunidades Autónomas. Hay que revisar el conjunto de transferencias y de subsidios injustificados, suprimir todas aquellas partidas de gasto duplicadas entre las Administraciones y revisar todo el gasto que no vaya destinado a actividades productivas.

La actuación en materia de consolidación presupuestaria debería evitar, sin embargo, la posibilidad de aumentar los **impuestos**, tal y como ya han anunciado algunas Comunidades Autónomas, como Cataluña, Extremadura, Islas Baleares y Andalucía, al aumentar los tipos marginales que gravan los tramos de renta más altos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. No hay nada peor, en medio de una crisis, que subir los impuestos. Es la fórmula más segura para retardar y reducir las cada vez más escasas posibilidades de recuperación económica endógena. A este respecto, el BCE (informe de marzo de 2009) ha cuantificado que los multiplicadores de recuperación económica son más elevados para las bajadas de los impuestos que para los aumentos del gasto, simplemente estudiando estos fenómenos con una perspectiva más allá del corto plazo e incorporando los efectos dinámicos sobre la estructura productiva. Esto nos llevaría a que una reducción del déficit

*Debería modularse la prestación por desempleo para reforzar los incentivos a la búsqueda de empleo*

*Las subidas impositivas retrasan y reducen las escasas posibilidades de recuperación económica*

basada en subidas de impuestos, sí que tendría un sustancial coste sobre la recuperación, pues reduciría nuestro potencial sin apuntalar la consolidación de forma sostenible en la medida en que se dejarían intactas las espigas de gasto que explican el deterioro de nuestras finanzas.

*Incorporar  
gravosas medidas  
de castigo tributario  
al capital desataría  
una imparable  
desbandada  
del mismo*

De hecho, se ha planteado la posibilidad de aumentar la presión fiscal a partir de la mal llamada «tributación de los ricos», a través del gravamen progresivo de las rentas de capital, del ataque a las SICAV o de la resurrección del derogado Impuesto sobre el Patrimonio, lo que no es más que una fórmula demagógica y populista de denominar a la **imposición del capital**, tanto en su vertiente de ahorro como de inversión. En un contexto de incertidumbres, en el que se cuestiona hasta el propio euro para España, incorporar gravosas y desorbitadas medidas de castigo tributario al capital desataría una imparable y masiva desbandada del mismo. Si en España todavía queda algún «rico» es porque la coyuntura expansiva anterior hacía más llevaderas las cargas tributarias y el antiguo Impuesto sobre el Patrimonio, con muy buen criterio, dejaba exentos los activos y las participaciones empresariales. La prueba es que Francia, que es el único país europeo que todavía tiene su viejo Impuesto sobre el Patrimonio, pierde más de 3.000 grandes contribuyentes cada década, y eso que tiene el tope de que con renta no se pague más del 50% de los ingresos. Es perverso seguir incrementando la tributación de las rentas del ahorro, en general, y de las variaciones patrimoniales, en particular. No sólo porque, en la práctica, se están gravando rendimientos brutos y nominales, y no netos y reales, sino también por el efecto cerrojo de la dinámica económica y por el incentivo a no declarar las transacciones en su totalidad y a utilizar dinero negro, tal y como era moneda común en España cuando las ganancias de capital tributaban a los tipos medio y marginal de cada contribuyente.

*No es posible crear  
impuestos selectivos  
que penalicen  
a un grupo concreto  
y limitado  
de contribuyentes*

De partida, la **conflictividad judicial** está servida. La LOFCA prohíbe fijar tributos estatales sobre hechos imposables gravados por las Comunidades Autónomas, como sucedería si se estableciera una nueva figura estatal sobre el patrimonio. No es posible crear impuestos selectivos que, como se ha amenazado, intenten penalizar a un grupo concreto y limitado de contribuyentes. Tampoco se pueden plantear impuestos confiscatorios, tal y como estableció el Tribunal Constitucional alemán, cuando advirtió que la progresividad tenía como límite inquebrantable la confiscación, y entendía que ésta se producía cuando la carga de los impuestos superaba el 50%. Las vías de recurso no sólo serían españolas sino también europeas e invocables ante los Tribunales Europeos de justicia, en la medida en que alteraran la esencia de derechos básicos como la igualdad, la

propiedad o, en última instancia, la circulación de personas o de capitales.

Nuestra economía está especialmente afectada por la **insuficiencia de ahorro**, que es lo que explica, a su vez, tanto nuestros excesivos endeudamiento y déficit corriente como el hecho de que ambos se tengan que financiar con deuda frente al exterior, con el consiguiente aumento de nuestra vulnerabilidad. Sobrecargar fiscalmente al ahorro es del todo irresponsable, pues nuestra capacidad de crecimiento y de creación de empleo en el futuro está condicionada por las posibilidades de inversión, cuyo coste de capital y disponibilidad, incluso dentro de la eurozona, siguen estando vinculados a nuestros insuficientes niveles de ahorro, tal y como se ha observado en los dos últimos años de la crisis.

Si implementáramos la **consolidación fiscal** a través de la reducción del gasto, no sólo se facilitaría el crecimiento en el largo plazo sino también en el corto, a través de la reducción de la intervención pública sobre la estructura de costes e incentivos cuyos efectos se anticipan en el tiempo a través de las reacciones de los agentes económicos, como sucede, por ejemplo, con la mejora de las expectativas sobre los tipos de interés reales. Basta recordar que, en un reciente informe del FMI, se cuantificaba que por cada 10 puntos de PIB en que se incrementa el peso de la deuda pública se perdían, ya de forma permanente, 0,2 puntos porcentuales de actividad anual.

A pesar de que ya ha comenzado el proceso de consolidación, este no debería ser más que un ingrediente adicional de lo que debería conformar un **plan de actuación global**, con medidas que acompañasen a las actuaciones en vigor que contribuyeran a cambiar la imagen, tan perjudicial, de improvisación permanente. El restablecimiento de la confianza no tendrá éxito si no se acometen reformas estructurales complementarias que incidan en la eficiencia microeconómica. La más urgente es, sin duda alguna, la **reforma del mercado de trabajo** para poder incrementar el potencial de crecimiento. Las reiteradas solicitudes de reforma desde distintos ámbitos sociales sobre la necesidad de flexibilizar el mercado de trabajo; la elevadísima tasa de paro y los reiterados fracasos en el diálogo social para alcanzar un acuerdo sobre la reforma, han culminado en un nuevo documento que regulará el marco de las relaciones laborales. La revisión de la normativa, si bien pretende corregir las deficiencias que caracterizan este mercado, ignora puntos que son esenciales para la reducción de las rigideces más severas, incluso algunas de estas medidas las agrava todavía más.

Las **reformas** pretenden reducir la dualidad y la temporalidad; favorecer la flexibilidad interna; facilitar el acceso al mercado

*Nuestra capacidad de crecimiento y de creación de empleo en el futuro está condicionada por las posibilidades de inversión*

*Si implementáramos la consolidación fiscal a través de la reducción del gasto, se facilitaría el crecimiento en el corto plazo*

*El restablecimiento de la confianza no tendrá éxito si no se acometen reformas estructurales*

*Las medidas dirigidas a reducir la dualidad en el mercado de trabajo ampliarán la brecha de las contrataciones*

de los jóvenes y de los desempleados; mejorar la intermediación laboral y la actuación de las empresas de trabajo temporal y promover la igualdad entre las mujeres y los hombres en el trabajo. Para acabar con la brecha en la contratación, se ha incurrido en el error de desincentivar la contratación temporal limitándose la duración de la misma a dos años —con posibilidad de prorrogarse un año más por convenio colectivo. Superado dicho periodo, el trabajador adquiriría la condición de fijo. En esta línea, la indemnización por extinción de este tipo de contratación pretende incrementarse hasta doce días de salario por cada año de servicio a partir de 2014. Estas medidas no harán más que ampliar la dualidad del mercado de trabajo en la medida en que los incentivos a la conversión de temporales en fijos son totalmente insuficientes empezando, por ejemplo, por los mayores costes de despido en los que incurriría la empresa si, finalmente, optaran por la transformación de la relación contractual.

*Se amplía el grupo de trabajadores al que se puede aplicar un contrato indefinido para el fomento del empleo*

Para fomentar la **contratación indefinida**, se amplía el grupo de trabajadores al que se puede aplicar un contrato indefinido para fomento del empleo, y se reduce a treinta y tres días de salario por año de servicio la indemnización por despido de este tipo de contratos, pero, inexplicablemente, parece que no pueden acceder a esta modalidad de contratación aquellas organizaciones que en los doce meses anteriores a la celebración del contrato «hubieran extinguido contratos de trabajo por despido reconocido o declarado improcedente o por despido improcedente». El problema de fondo por el que la mayor parte de los despidos, a la postre, son considerados improcedentes y condenados a pagar 45 días por la extinción de la relación laboral, se pretende aliviar parcialmente concretando las razones que justifican el despido objetivo. Así se justificaría la reducción de las necesidades de empleo por motivos económicos cuando las empresas muestren pérdidas económicas no derivadas únicamente de la coyuntura. Del mismo modo, las causas podrían ser por cambios en los medios de producción, en los métodos de trabajo o en el ámbito de los productos o servicios que la empresa pretende comercializar.

*Lo más preocupante de la reforma es la pasividad con la que se ha abordado la negociación colectiva*

El Ejecutivo ha hecho oídos sordos a las reiteradas propuestas de adoptar un único contrato que eliminase, definitivamente, la distinción contractual y que fijase un techo para la indemnización por despido, lo que contribuiría a dinamizar el mercado. Pero lo más preocupante de la reforma es la pasividad con la que se ha abordado el asunto de la **negociación colectiva**, que es el origen principal de la insensibilidad del mercado a los cambios coyunturales. Nada se ha dicho sobre la posibilidad de eliminar las imposiciones que exige la negociación colectiva, que limitan la libertad de actuación

en la relación contractual entre el empresario y el trabajador. Un paso, en este sentido, es la posibilidad de anular la aplicabilidad del régimen salarial establecido en los convenios de ámbito superior a la empresa cuando «la situación y las perspectivas de la empresa o su estabilidad económica pudiera verse dañada como consecuencia de tal aplicación, afectando a las posibilidades de mantenimiento del empleo de la misma». Sin embargo, la ambigüedad de la disposición, en cuanto a la estabilidad económica de la empresa o la omisión del componente temporal, enturbian la aplicación de la misma.

Para estimular la contratación indefinida de los **colectivos de difícil empleabilidad**, la reforma establece incentivos a través de bonificaciones en las cuotas a la Seguridad Social a cargo del empleador, bajo la condición del mantenimiento del nivel de empleo fijo durante el periodo de duración de la bonificación, excepto en los casos de despidos procedentes, de dimisiones, de muertes, de jubilaciones, de incapacidad total o absoluta o de extinción del contrato durante el periodo de prueba. Esta medida tiene dos lecturas. La primera de ellas, y así es como se presenta en el documento del Gobierno, es que las reducciones de las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo del empleador actuarían como elemento potenciador de la contratación —gracias a la liberalización de los recursos que este abaratamiento implicaría para la empresa. Una vez que se ha reconocido este punto, ¿por qué la reducción de las cotizaciones sociales no se reglamenta y se extiende a todo tipo de empresas y para todo tipo de contrataciones si su resultado es la creación de empleo? Como ya se ha mencionado en numerosos informes, si lo que preocupa es la minoración de la recaudación por este concepto —y más aún en una etapa de consolidación fiscal—, debería aprovecharse la subida de tipos impositivos del Impuesto sobre el Valor Añadido para compensar la reducción de ingresos públicos que, en teoría, implicaría la reducción de las cotizaciones. Por otro lado, el requisito impuesto por la regulación sobre la conservación del número de empleados con contratación fija para continuar beneficiándose de la bonificación introduce cargas adicionales a los costes de despido, pues si la empresa se enfrenta a la necesidad de realizar un ajuste en términos de empleo, no sólo tendrá que tener en cuenta el importe de la indemnización por despido sino también la devolución de las bonificaciones recibidas. La situación sería similar a la actual y la empresa optaría por prescindir de los menos costosos para la organización que, como ocurrió al comienzo de la crisis, son los contratos temporales.

La **reforma del sistema educativo** no debería quedar en un segundo plano, ya que la productividad del trabajo depende significativamente del capital humano. Existe en nuestro país un claro

*Deberían reducirse las cotizaciones sociales a cargo del empleador para estimular la contratación*

*Debería incentivarse  
la excelencia  
académica  
e investigadora,  
y potenciar  
la Formación  
Profesional*

desequilibrio educacional de la fuerza laboral que, irremediablemente, se traslada al mercado de trabajo fruto del excesivo número de titulados superiores y una significativa escasez de personas con Formación Profesional, que impide la satisfacción de las demandas de profesionales especializados por parte de las empresas. En este ámbito, se debería incentivar la excelencia académica e investigadora en aras de mejorar la calidad educativa en todos los niveles. Por otro lado, debería realizarse un esfuerzo en reformar la **Formación Profesional** reglada adecuando las cualificaciones a las necesidades del mercado de trabajo, así como incentivar la participación más activa de este tipo de profesionales en las empresas como parte complementaria de su formación. Asimismo, urge la necesidad de reorientar el sistema educativo hacia programas formativos que impulsen la cualificación y la especialización de los trabajadores con arreglo a las exigencias de los avances tecnológicos y a los cambios de la estructura productiva en la economía. En este sentido, debería existir una estrecha coordinación entre los agentes encargados del diseño de los programas formativos, las necesidades de las empresas y las políticas activas de empleo. Otro núcleo de transformación es el referente a los Servicios Públicos de Empleo cuya labor intermediadora entre demandantes y oferentes de empleo adolece de la requerida eficacia.

*La innovación  
es factor clave  
para el crecimiento  
económico*

Debería cubrirse la carencia de contenidos orientados a estimular la iniciativa individual, el autoempleo y la innovación. Desde este ámbito, deberían promoverse programas que dotasen a aquellos que tienen nuevos proyectos de negocio de las herramientas necesarias para materializar sus ideas. La transmisión de conocimientos relacionados con la financiación o con la gestión empresarial, a partir de su difusión en los distintos niveles educativos, contribuiría a potenciar la **actividad emprendedora** cuyos beneficios económicos y sociales van más allá de los derivados de la creación de empleo, como el que supone la innovación de productos y de procesos. Puesto que la innovación es factor clave para el crecimiento económico, deberían destinarse más recursos no sólo a la I+D+i sino también al establecimiento de un marco regulatorio propicio que estimulase la colaboración entre los centros de investigación y la empresa privada permitiendo la transferencia de los resultados de los proyectos de investigación al ámbito productivo.

*En materia energética  
deberían diversificarse  
las fuentes, aprovechar  
todas las opciones  
tecnológicas  
y flexibilizar el marco  
regulatorio*

Los mercados de algunos de los **sectores estratégicos** para nuestra economía no funcionan, todavía, de manera eficiente, restando competitividad a determinados bienes y servicios. En materia energética, ha de conseguirse un equilibrio entre la seguridad de abastecimiento y la fiabilidad al menor coste posible, por lo que deberían diversificarse las fuentes y aprovechar todas las opciones tecnológicas disponibles, incluida la energía nuclear, pues es una de

las tecnologías con menores costes variables. Asimismo, en este momento no podemos seguir impulsando las energías renovables, especialmente la fotovoltaica, por el alto coste que supone. Debería flexibilizarse el marco regulatorio que legisla la distribución comercial, fundamentalmente en lo referente a los horarios comerciales. La liberalización de los mismos introduciría mayor grado de competencia, lo que, en definitiva, se traduciría en menores precios y mayor variedad de productos. En el mercado del transporte, sería deseable la reducción o la eliminación de todas aquellas exigencias que limitan la entrada de nuevas empresas al mercado y aprender de la experiencia ante la próxima liberalización del transporte ferroviario de pasajeros para fomentar la competencia no sólo intermodal sino también intramodal.

La reconversión del **sistema financiero español** es clave; máxime cuando, a pesar de su significativa solvencia, está siendo fuertemente penalizado en los mercados mayoristas de capitales por la espiral en nuestro riesgo-país tanto a través de restricciones como de pago de mayores diferenciales. Por ello es obligado acelerar y culminar los procesos de integración de entidades desarrollados al amparo del FROB. Los sistemas institucionales de protección (SIP) han sido la opción más utilizada, por encima del proceso de fusión directa, para los retos que representan la resolución de los problemas de exceso de capacidad, la mejora de la eficiencia, el aprovechamiento de las economías de escala, de alcance y sinergias, así como el impulso del fortalecimiento de los recursos propios de las entidades. En este sentido, la estructura institucional de las cajas de ahorro no puede convertirse en un obstáculo para la apelación al mercado de capitales. Existen diversas alternativas que pueden favorecer la operativa, la disciplina y los incentivos de las entidades, como sería desligar la obra social del negocio bancario, o la de apostar por cuotas participativas con potenciales derechos políticos. Toda iniciativa debe tener la mirada puesta en que la función última del sistema financiero es canalizar el ahorro hacia la inversión a través del crédito; responsabilidad que no se está pudiendo desarrollar con normalidad en tanto en cuanto el sector no termine de adaptarse a las nuevas condiciones del entorno económico y regulatorio.

*El sistema financiero  
debe adaptarse  
a las nuevas  
condiciones del entorno  
económico  
y regulatorio*



INSTITUTO  
DE ESTUDIOS  
ECONÓMICOS

31

**años**

*por la economía  
de mercado*



## **INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Servicio de Publicaciones  
Castelló, 128 - 6.<sup>a</sup> planta  
28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580 - Fax 915 623 613  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
[www.ieemadrid.com](http://www.ieemadrid.com)

