

EL KEYNESIANISMO  
YA ES UN PROBLEMA,  
NO UNA SOLUCIÓN



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2009 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/ Sebastián Gómez, 5 • 28026 Madrid

Tel.: 914 754 212

Correo: [artegraf@artegraf.net](mailto:artegraf@artegraf.net)

*Printed in Spain* · Impreso en España

# ÍNDICE

El keynesianismo ya es un problema, no una solución.....	5
¿«Brotos verdes» en la economía mundial? .....	6
España: el peor trimestre de nuestra historia económica reciente .....	14
Se corrigen algunos desequilibrios pero surgen otros.....	22
El aumento del gasto público hipoteca el futuro de la economía española .....	25



## El keynesianismo ya es un problema, no una solución

El panorama que presentan las economías europea y mundial sigue siendo preocupante. La **crisis financiera global** ha derivado en notable recesión económica generalizada: la peor de los últimos cincuenta años. Tras una primera etapa, en la que la grave crisis del sector financiero se trasladó a la economía real a través de los elevados tipos de interés y de la paralización de los flujos de crédito, se puede decir que ahora nos encontramos en otra etapa, en la que, sin dejar de actuar los mecanismos anteriores, asistimos al **derrumbe histórico del comercio mundial**, que arrastra consigo a las economías más exportadoras, como la alemana o la japonesa, e induce una intensa ralentización del crecimiento en las economías emergentes, especialmente la China. En las economías menos dependientes de la demanda externa, como la norteamericana, la británica o la española, el origen del ajuste económico se encuentra en la caída de la demanda interna, ya sea por el hundimiento de sus sectores inmobiliarios, por la crisis financiera o por la combinación de ambos factores.

Se advierten, a ambos lados del Atlántico, **algunos indicios positivos**, aunque estos apuntarían, en todo caso, hacia una ralentización de la caída de la actividad económica. No cabe esperar una reactivación hasta que se normalice la situación en los mercados financieros. Cuando esto suceda, los mayores riesgos procederán de los efectos secundarios de las políticas macroeconómicas ultraexpansivas puestas en práctica durante la crisis. Las autoridades económicas deben hacer todos los esfuerzos por diseñar un plan creíble y riguroso de salida de las mismas, de forma que se evite la

*Derrumbe del comercio internacional*

*Se perciben algunos indicios positivos*

---

\* 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 29 de mayo de 2009, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

*El primer trimestre de 2009 ha sido el peor de nuestra historia económica reciente*

*Se corrigen unos desequilibrios pero surgen otros*

*La política económica necesita un cambio completo de orientación*

generación de expectativas inflacionistas y de aumento de los tipos de interés entre los agentes económicos.

La economía española ha atravesado en los trimestres cuarto de 2008 y primero de 2009 **los peores momentos de nuestra historia económica reciente**, con destrucciones de empleo y caídas en el nivel de actividad históricas. A diferencia de lo que sucede en el conjunto de la Unión Europea, la caída del PIB resulta, fundamentalmente, de la evolución de la demanda nacional, mientras que la aportación de la demanda externa es positiva, lo que, en un contexto de acusadas caídas del comercio mundial y de nuestras exportaciones, da cuenta del agudo deterioro que sufren las importaciones como consecuencia del desplome de la demanda.

El pronunciado declive de nuestra economía está permitiendo la corrección de los grandes desequilibrios que se generaron durante la anterior etapa expansiva, como la reducida tasa de ahorro, el elevado nivel de endeudamiento, el déficit exterior o la inflación. Pero está generando otro desequilibrio: un **elevado déficit público** y un **fuerte crecimiento de la deuda pública**. Al mismo tiempo, el sector financiero ha superado la primera fase de la crisis internacional, pero podría tener que enfrentarse ahora a su propia crisis —de origen en ese caso doméstico— derivada del ascenso de la tasa de morosidad. Es aquí donde reside la principal amenaza para nuestra economía en los próximos trimestres.

El lastre actual de nuestra economía es que se ha olvidado que, cuando se abusa demasiado del gasto público, descuidando la oferta productiva —que es la que, a la postre, lo financia y hace sostenible— tarde o temprano surge la restricción inevitable de la economía. Nadie, ni siquiera el sector público, puede vivir de forma indefinida por encima de sus posibilidades. Llegados a este punto, para volver a la senda de la recuperación económica es inevitable reconocer que nos hemos equivocado y **acometer un plan dracónico de ajuste del gasto público** discrecional que, por la vía de la estabilización de nuestras finanzas, restablezca la confianza y libere recursos suficientes para bajar los impuestos y mantener la inversión pública más necesaria desde la perspectiva del análisis coste-beneficio, como medio de fortalecer los incentivos y la competitividad para no prolongar la actual recesión ni alentar su intensidad.

### ¿«Brotos verdes» en la economía mundial?

La economía mundial se encuentra sumergida en **la peor crisis económica desde la Segunda Guerra Mundial**, cuyo punto de partida se encuentra en el hundimiento de los activos vinculados a las

hipotecas *subprime*. El Fondo Monetario Internacional prevé una contracción de la actividad económica global del -1,3% en 2009, por tercera vez desde la posguerra, después de 1975 y 1982. Por otra parte, las tasas de inflación han caído a niveles muy reducidos, incluso negativos en muchos países, lo que ha despertado el temor a la deflación. No obstante, las tasas subyacentes continúan estables en niveles positivos, aunque reducidos en comparación con los del último año. Las tasas negativas de los índices generales obedecen, básicamente, a los efectos escalón en los componentes más volátiles —energía y, en menor medida, alimentos— no siendo indicativos, por tanto, de una tendencia generalizada de los precios a la baja. Esto se trata, técnicamente, de una *desinflación*, no de una *deflación*. Además, la contundente actuación de las políticas monetaria y fiscal debería alejar dicho fantasma, ya que introduce expectativas inflacionistas. Esto constituye, precisamente, la diferencia esencial entre la situación actual y la Gran Depresión, ya que entonces las políticas económicas no reaccionaron con la misma rapidez e intensidad. De hecho, en Estados Unidos la política monetaria adoptó la orientación contraria a la debida, elevando los tipos de interés.

**La crisis financiera iniciada hace ya casi dos años todavía no se ha resuelto.** Aunque las tensiones de los mercados se han relajado desde los graves acontecimientos de septiembre de 2008, que estuvieron a punto de colapsar el sistema financiero global —los diferenciales de riesgo se han reducido y el mercado de bonos corporativos se ha reactivado—, la situación aún está lejos de la normalidad. Las aportaciones de capital público, las inyecciones de liquidez, los avales de la deuda, etc. permiten que el sistema siga funcionando, pero aún falta por resolver el problema de qué hacer con los activos depreciados que permanecen en los balances bancarios, que están lastrando su solvencia y, por tanto, impidiendo el desarrollo normal de su actividad.

En Estados Unidos, tras varias modificaciones en el plan inicial para destinar 700.000 millones de dólares a la adquisición de dichos activos, se ha puesto en marcha un ambicioso programa de compra a través de un fondo público-privado en el que también participa la Reserva Federal. Mientras tanto, en Europa, donde cada país actúa en este ámbito por cuenta propia, aún se está discutiendo sobre las dos principales alternativas que se presentan: nacionalizar; o crear «bancos malos» que reúnan todos los activos tóxicos que aún están en los balances de las entidades. Los gobiernos de Alemania, de Francia y del Reino Unido, además del de Estados Unidos, ya han dado los primeros pasos. Ambas alternativas constituyen un asunto muy complejo, con un coste fiscal incierto y posibles efectos distorsionadores de la competencia internacional en

*No hay deflación  
sino desinflación*

*¿Qué hacer  
para resolver  
el problema  
de los activos  
depreciados  
en los balances  
de los bancos?*

*¿«Bancos malos»,  
o nacionalizaciones?*

el mercado financiero. Las experiencias del pasado (en Suecia, sobre todo, a principios de los años noventa) nos dicen que los recursos señalados podrían funcionar. Pero hay una condición inexcusable para que la estrategia sea eficaz: las entidades financieras sin solvencia ni expectativas de recuperación mediante la aportación de capital privado, y que no son esenciales para la estabilidad del sistema, han de ser liquidadas ordenadamente. Al final del proceso, el sector financiero habría sido reducido a dimensiones más sostenibles en el tiempo. En Alemania, la necesaria reestructuración afectará en primera línea a los bancos públicos y, en España, a las cajas de ahorros. Por tanto, hasta que la cuestión sobre cómo eliminar los activos tóxicos de los balances bancarios se resuelva definitivamente, emerjan todas las pérdidas, las entidades financieras saneen sus balances y se recupere la confianza, el crédito no volverá a fluir y la economía mundial no recuperará la senda del crecimiento.

*Todos los grandes  
bancos centrales  
han adoptado medidas  
«no convencionales»*

Los bancos centrales de las principales áreas económicas han adoptado **agresivas políticas de expansión cuantitativa** mediante la puesta en práctica de medidas «no convencionales», con las que se pretende contrarrestar el impacto negativo sobre la circulación monetaria que puede implicar el bloqueo del sistema financiero. Así, las autoridades monetarias estadounidenses y británicas —y, a partir de ahora, también el Banco Central Europeo (BCE)— han «puenteado» a las entidades financieras, adquiriendo títulos de deuda privada directamente en el mercado, ya que estas últimas, debido a los problemas que atraviesan, no son capaces de transmitir al sistema la liquidez extraordinaria proporcionada por aquellas. De este modo se trata, por una parte, de evitar que la economía caiga en una espiral deflacionista y, por otra, de facilitar la circulación del crédito y restaurar el funcionamiento de los mercados de deuda. En Estados Unidos, tras las acciones emprendidas por la Reserva Federal desde el pasado mes de septiembre, la base monetaria se ha duplicado, pese a lo cual el dinero en circulación (medido a través de la M2) apenas ha aumentado un 10%, lo que pone de manifiesto la limitada operatividad del sistema financiero en su papel de canal de transmisión de la política monetaria hacia el sistema económico.

*Las autoridades  
económicas  
deben diseñar  
estrategias «de salida»  
de las políticas  
fuertemente expansivas*

Junto a las medidas de política monetaria, los gobiernos también han puesto en marcha **políticas fiscales fuertemente expansivas**, de corte keynesiano, con el fin de ofrecer un estímulo, más allá del proporcionado por los estabilizadores automáticos, que frene la caída de la actividad económica, lo que está suponiendo un incremento considerable de los déficit públicos, que también genera gran preocupación de cara al futuro. Ante la gravedad y la urgencia de la situación, las autoridades han optado por implantar



políticas macroeconómicas —tanto en el ámbito monetario como en el fiscal— muy agresivas, sin plantearse cómo revertirlas en el futuro, pero esta es una cuestión de gran trascendencia que no debe ser descuidada. Reconducir las Cuentas Públicas de nuevo por la senda de la estabilidad es mucho más difícil, y lleva mucho más tiempo, que desviarlas de la misma, y el resultado será un aumento de los tipos de interés a largo plazo. De hecho, la rentabilidad de los *Treasuries* norteamericanos ya se mueve al alza, en parte por el sentimiento más optimista que han despertado ciertos indicadores económicos y por una «vuelta a la normalidad» tras los mínimos alcanzados al final de 2008, pero también por las expectativas derivadas del enorme aumento de la oferta de estos títulos que se espera en los próximos meses. Por otra parte, retirar del sistema el extraordinario volumen de liquidez que se está poniendo en circulación puede crear serias disfunciones en los mercados financieros, y, además, deben controlarse perfectamente los tiempos, ya que una retirada tardía puede disparar la inflación y generar nuevas burbujas especulativas. Se plantean, por tanto, serios interrogantes en cuanto al impacto de las políticas económicas actuales sobre los tipos de interés y sobre la evolución de la inflación en el futuro próximo, lo que exige la definición clara de las estrategias «de salida» de dichas políticas en el momento en que las condiciones económicas empiecen a mejorar.

Otro tipo de políticas que se han puesto en marcha son las **ayudas públicas a sectores o a empresas en dificultades**, concretamente en el sector del automóvil. En principio, los gobiernos no deberían acudir en socorro de tales empresas. Las dificultades que atraviesan tienen su raíz en problemas de fondo —ya antes del estallido de la crisis financiera— como son el exceso de capacidad productiva y la falta de competitividad, aparte de una gestión poco eficiente. Además de reformar las regulaciones, son las empresas mismas las que deben reestructurarse, lo que puede implicar la reducción de la capacidad productiva y la consiguiente pérdida de empleos. Implorar la ayuda del Estado —es decir, del contribuyente— es resistirse al reto de la reconversión, lo que perpetuaría el problema. Hay que tomar conciencia de que **las subvenciones sectoriales distorsionan la competencia en los mercados**, también en el mercado único europeo: perjudican a las empresas que no perciben subvenciones y que con su esfuerzo (mediante la reducción de costes, la mejora de la productividad, las innovaciones en los productos, etc.) se han labrado su competitividad internacional. Estas empresas ven reducida su cuota de mercado y la posibilidad de atraer mano de obra cualificada y capital privado a un coste razonable.

*Las subvenciones  
a sectores concretos  
no son adecuadas*

Justificar las ayudas a la industria del automóvil porque el sector financiero también las recibe, no es convincente. Si un fabricante de automóviles se declara en suspensión de pagos o quiebra definitivamente, el efecto sobre la economía real es, sin duda, importante (aumento del paro en las regiones de localización de la empresa). Pero a diferencia de la bancarrota de las entidades financieras, la quiebra de las empresas no genera riesgo sistémico: la economía sigue funcionando, también en el sector del automóvil, en el que los competidores se harán con los clientes de la empresa desaparecida. **La limpieza en los mercados es positiva para el crecimiento de la economía**, y una crisis como la actual no hace más que intensificar este proceso. La recapitalización de los bancos debe ser prioritaria frente a la cura de empresas; un euro de dinero público que se invierta en la estabilización del sistema financiero y en el restablecimiento del flujo de crédito tiene más utilidad social que el euro gastado en la concesión de subvenciones a empresas. La economía vive del crédito, no del mantenimiento artificial de empresas sin futuro.

*El PIB de Estados Unidos sigue contrayéndose por la caída de la demanda doméstica*

La economía de **Estados Unidos**, que se encuentra en recesión desde hace año y medio, registró en el primer trimestre de 2009 un retroceso intertrimestral del 5,7% (en tasa anualizada) según cifras preliminares, que sigue a un descenso del 6,3% en el trimestre precedente. La inversión se derrumbó un 49,3% intertrimestral (siempre en tasa anualizada), con caídas del 33,5% en el componente de bienes de equipo y *software*, y del 38,7% en el de construcción residencial. Las exportaciones se hundieron un 28,7%, aunque la caída de las importaciones fue superior, un 34,1%, por lo que la aportación del sector exterior al crecimiento ha sido de 2,2 puntos porcentuales. La única nota positiva fue el avance del consumo, que creció un 1,5%. Los inventarios, que están sufriendo importantes correcciones desde finales de 2007, han registrado un retroceso especialmente brusco en el primer trimestre de este ejercicio, con una aportación al crecimiento de -2,3 puntos porcentuales. Pese a ello, permanecen en un nivel muy elevado en relación con el volumen de ventas, por lo que aún son necesarias mayores reducciones en los mismos y, por tanto, mayores recortes en la actividad para que retornen al nivel que obligue a incrementar de nuevo la producción. Esto significa que vamos a seguir viendo caídas del PIB en los próximos trimestres.

*La fase más aguda de la crisis podría haber pasado*

No obstante, se perciben algunas señales esperanzadoras, que podrían indicar que **la fase más aguda de la crisis podría haber pasado**, como los beneficios publicados por algunas entidades financieras, la recuperación del mercado de valores —los principales índices, Dow Jones y Standard and Poor's, han remontado en

torno a un 30% desde los mínimos alcanzados a comienzos de marzo— o la evolución menos negativa de algunos indicadores económicos. Entre estos últimos se encuentran las ventas minoristas que tras retroceder un 7,3% en el último trimestre de 2008, en el primero de 2009 han descendido un 1,8%; los pedidos industriales, cuya tasa de crecimiento pasó de un -14,7% a un -8,7% en el mismo periodo; la confianza de los consumidores, que ha remontado considerablemente desde el mínimo histórico alcanzado en febrero; y el empleo, que tras registrar caídas intensas en los cuatro primeros meses del año —una media de 670.000 puestos de trabajo mensuales—, en mayo presentó un descenso mucho menor, de 345.000 empleos. No obstante, la tasa de desempleo sigue subiendo y en el mismo mes se situó en el 9,4%, el nivel más alto desde 1983. En cualquier caso, como ya se ha señalado, mientras no se normalice completamente la situación en el sector financiero, no cabe esperar una reactivación económica. En cuanto a la inflación, desde marzo se encuentra en tasas negativas, si bien la subyacente se sitúa en el 1,9%, por lo que, al menos de momento, no cabe hablar de deflación.

**Japón** atraviesa una feroz recesión, con una caída interanual del PIB del 8,8% en el primer trimestre del ejercicio y del 3,8% en comparación con el trimestre precedente. El origen de este retroceso se encuentra, fundamentalmente, en el hundimiento de sus exportaciones, que en el primer trimestre han caído un 26% intertrimestral, tras registrar un descenso también muy importante, del 14,7%, en el trimestre precedente. La formación bruta de capital fijo, por su parte, se ha retraído un 6,7%, y el consumo privado un 1,1%. Pese a ello, el empleo apenas se ha reducido en un 1,8% desde finales de 2007 y la tasa de paro tan solo ha amentado un punto porcentual, hasta el 4,8%. El yen mantiene su tendencia al alza debido a que los inversores continúan deshaciéndose de sus posiciones de *carry trade*.

La tasa de crecimiento del PIB en **China** se ha ralentizado notablemente. Al 13% registrado en 2007, le siguió un 9% en 2008, que en el primer trimestre de 2009 se ha reducido hasta un 6,1% interanual. Al igual que en Japón, esta pérdida de dinamismo ha obedecido a la caída del comercio exterior. En general, todas las economías emergentes e industrializadas de Asia están sufriendo con gran intensidad el impacto de la caída de la demanda mundial de ciertos bienes de consumo duradero, como los automóviles y los productos electrónicos. Así, las exportaciones chinas en el primer trimestre descendieron casi un 20%, siendo la demanda interna, impulsada por ambiciosos programas de inversiones públicas, la que sostiene el crecimiento económico, lo que se refleja en la aceleración

*La recesión de Japón  
obedece al desplome  
de la demanda externa*

*Fuerte ralentización  
en China  
por el derrumbe  
del comercio  
internacional*

de la inversión hasta un 28,8% en el mismo periodo. La **economía india** también ha ralentizado considerablemente su crecimiento, debido tanto a la contracción de las exportaciones como, sobre todo, a la caída de la inversión, en gran medida por la paralización de los flujos de capital procedentes del extranjero y el endurecimiento de las condiciones de financiación. El aumento del gasto público ha impedido que la ralentización de la actividad fuese aún mayor, pero ya no existe margen de maniobra para implementar más programas de estímulo, puesto que el déficit supera el 10% del PIB.

*Brusco frenazo  
de la actividad  
en Iberoamérica*

En cuanto a la **economía iberoamericana**, también está sufriendo, al igual que el resto de las economías en desarrollo, el impacto de la crisis internacional, a través de la caída de las exportaciones, del fuerte recorte en los flujos de remesas, de la paralización de los flujos financieros internacionales —que incluso se tornan negativos en la medida en que los inversores deshacen sus posiciones en activos de estos países— y del incremento de los diferenciales de riesgo, si bien estos últimos se han moderado tras los máximos alcanzados al final de 2008. Asimismo, la caída de los precios de las materias primas también ha repercutido negativamente sobre el desempeño de la región, frenando su demanda de productos manufacturados, lo que afecta, a su vez, a los resultados económicos de los países exportadores (ya sean emergentes o industrializados). Ya en el último trimestre de 2008 las tasas de crecimiento del PIB han sido negativas, en términos intertrimestrales, en casi todos los grandes países del área, lo que supone la caída brusca del ritmo de crecimiento, ya que, en los primeros nueve meses del año, esta región había exhibido una sorprendente resistencia ante los embates de la crisis mundial, con tasas de crecimiento muy cercanas a los máximos históricos registrados en los años anteriores, por lo que parecía inmune a la misma: se hablaba entonces del «desacoplamiento». Los más afectados son México —que, además de todo lo anterior, está sufriendo el impacto de la gripe A—, Venezuela, Ecuador y Argentina.

*También en Europa  
se perciben algunos  
indicios  
esperanzadores*

La **zona euro** está obteniendo los peores registros de su corta historia. En el primer trimestre de 2009 el PIB retrocedió un 2,5% intertrimestral, lo que reduce la tasa interanual hasta un -4,8%. El origen las caídas del PIB del último año se encuentra, fundamentalmente, en el descenso de las exportaciones, aunque la evolución de la inversión también está siendo muy negativa, contagiada, primero, por la crisis financiera y, después, por el retraimiento de la demanda exterior. No obstante, también aquí podemos hallar algunos síntomas que infunden cierto optimismo en cuanto a que, al menos, lo peor de la crisis puede haber pasado. Entre dichos

indicios podemos mencionar la mejoría de los indicadores de confianza, entre los que destaca el repunte del índice Ifo, especialmente en su componente de expectativas, así como el avance de los índices de gestores de compras o la suavización del ritmo de caída de las ventas minoristas y de los pedidos industriales. Los índices bursátiles también se han recuperado significativamente. El Eurostoxx 50 ha escalado en torno a un 30% desde los mínimos de marzo.

La **inflación en la eurozona** se ha reducido considerablemente, desde el máximo del 4% alcanzado en julio del pasado año hasta un 0% en mayo de este año, y se prevé que siga a la baja hasta situarse en tasas negativas en los meses centrales del año. Como ya se ha señalado, este comportamiento no obedece a un proceso deflacionista sino que se trata de una *desinflación* derivada de las acusadas caídas interanuales de precios en el grupo de productos energéticos, así como, en menor medida, en los alimentos. La tasa subyacente continúa en positivo, en torno al 1,5%, lo que pone de manifiesto que la tendencia de fondo de los precios no es a la baja, sino al alza, si bien a tasas muy moderadas, como consecuencia, eso sí, de la debilidad de la demanda.

El retroceso de la inflación ha permitido al BCE poner en marcha una **política monetaria fuertemente expansiva**, aunque de forma más tímida y tardía que otros bancos centrales. Así, los tipos de interés han sido recortados hasta el 1%, nivel que marca un mínimo histórico, pero que sigue estando por encima de los tipos de referencia vigentes, por ejemplo, en Estados Unidos o en el Reino Unido. También se han tomado una serie de medidas no convencionales, como la decisión de adquirir títulos de deuda garantizada, aunque, al menos de momento, hasta un límite de 60.000 millones de euros, también muy por debajo, tanto en términos relativos como absolutos, de las cantidades destinadas a ese mismo fin por otros bancos centrales. En cuanto al euro, tras la corrección sufrida en los dos primeros meses del año, presenta ahora una suave tendencia al alza, impulsado por el diferencial de tipos de interés.

Las mayores economías del área acusan un importante deterioro de la coyuntura. Destacan los malos resultados de **Alemania**, cuyo PIB ha sufrido un retroceso del 3,8% intertrimestral y del 6,9% interanual, que resulta de una caída del 9,7% de sus exportaciones, y del 7,9% en la formación bruta de capital fijo. El consumo de los hogares es el agregado que presenta mejor comportamiento, con un incremento del 0,5% intertrimestral, aunque manifiesta cierta debilidad desde hace más de un año, que se refleja en el descenso del 0,1% que ha registrado en tasa interanual; caída, en todo caso, muy moderada. Pese a ello, el empleo apenas se ha reducido en un 0,1% con respecto a hace un año. La tasa de desempleo se situaba en

**Desinflación**  
*en la zona euro*

*El BCE implanta*  
*una política monetaria*  
*fuertemente expansiva*

*Fuerte deterioro*  
*de las mayores*  
*economías del área*

### *Preocupante situación en los países del Este*

marzo en un 7,6%, tan solo dos décimas porcentuales por encima del nivel de hace un año.

En **Francia** el retroceso de la actividad en el primer trimestre de 2009 ha sido algo más suave, aunque igualmente importante, un -1,2% intertrimestral, que se corresponde con un -3,2% interanual. También aquí el origen de las caídas que ha sufrido el PIB a lo largo del último año se encuentra principalmente en las exportaciones, que en el primer trimestre descendieron un 6% en comparación con el trimestre anterior, si bien la aportación del sector exterior en dicho periodo ha sido nula, debido a la igualmente intensa corrección de las importaciones. El consumo también ha logrado mantenerse en positivo, aunque con un crecimiento muy modesto, un 0,2%, mientras que el ajuste de la inversión está siendo bastante contenido en comparación con otras economías europeas. De este modo, la detracción al crecimiento que está suponiendo la demanda nacional no es muy intensa, tan solo -0,4 puntos porcentuales, muy inferior a la media de la eurozona. También destacan los malos resultados recogidos en **Italia**, donde se ha producido un descenso del 2,6% intertrimestral (-6% interanual), y en **Irlanda**, arrastrada por una aguda crisis inmobiliaria. No obstante, los países que están atravesando por una situación más difícil son los del **Este**, especialmente los Bálticos, que sufren de forma acusada el impacto de la crisis financiera internacional. La salida masiva de capitales extranjeros ha hundido las cotizaciones de algunas monedas, disparado los diferenciales de riesgo de su deuda soberana y puesto en serios aprietos de balanza de pagos a determinados países, que han tenido que recurrir a la ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional. Su derrumbe económico amenaza con extenderse a otros países del centro del continente, como Austria, con posiciones muy importantes en dichos mercados.

### **España: el peor trimestre de nuestra historia económica reciente**

#### *El aumento de la morosidad, nuevo factor de riesgo*

En el primer trimestre de 2009 **se ha agudizado el declive de la economía española**, que ha arrojado los peores resultados económicos de nuestra historia reciente. El PIB se contrajo un 1,9% en comparación con el trimestre anterior, y un 3% en comparación con el primer trimestre de 2008. El brutal ajuste en el sector constructor derivado del **hundimiento del mercado inmobiliario**, principal causa de la aguda crisis que atraviesa la economía española, se ha intensificado en el primer tramo del ejercicio. Además, el segundo factor que contribuye al deterioro de la situación económica, la

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

	2008	2009	2010
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,1</b>
Consumo de los hogares	0,1	-4,0	0,0
Consumo público	5,3	4,5	3,0
Formación bruta de capital fijo	-3,0	-15,4	-9,2
— Bienes de equipo y otros productos	0,1	-15,8	-9,5
— Construcción	-5,3	-15,0	-9,0
Demanda nacional	0,1	-6,1	-2,2
Exportación de bienes y servicios	0,7	-10,0	-2,0
Importación de bienes y servicios	-2,5	-15,0	-5,0
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:			
— Variación en miles	-112	-950	-360
— Variación en porcentaje	-0,6	-5,0	-2,0
Tasa de paro (EPA, media anual)	11,3	18,0	20,0
<b>PRECIOS Y COSTES</b>			
Precios de consumo (media anual)	4,1	0,5	1,2
Remuneración salarial media	5,3	2,0	1,5
Costes laborales unitarios	3,5	0,7	0,6
<b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-9,5	-7,0	-5,0
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>			
Déficit (-) o superávit (+)	-3,8	-10,0	-8,0

Fuentes: Para 2008, INE y Banco de España; para 2009 y 2010, previsiones del Instituto de Estudios Económicos.

*Nuestro «patrón de la crisis» es diferente al de la zona euro*

*La caída de los tipos de interés no ha impulsado el consumo*

**restricción del crédito**, ha seguido actuando durante dicho periodo. Si dicha restricción crediticia se explicaba hasta ahora, en parte, por la crisis financiera internacional y, en parte, por el mayor riesgo de insolvencia que implicaban las condiciones económicas internas, a partir de ahora puede comenzar a influir otro elemento: la menor capacidad de los bancos y cajas para proporcionar financiación por el aumento de la **morosidad**.

El profundo **deterioro de la demanda nacional** ha supuesto una detracción al crecimiento intertrimestral de 2,2 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior ha aportado 0,3 puntos porcentuales positivos, y ello pese al negativo comportamiento de las exportaciones, lo que se explica por el también acusado descenso de las importaciones. Esta circunstancia marca una diferencia esencial con respecto a la Unión Europea, donde la caída de la actividad económica es el resultado, fundamentalmente, de la aportación negativa del sector exterior y asemeja más nuestro «patrón de la crisis» al de Estados Unidos.

El **consumo de los hogares** ha registrado nuevamente una importante corrección en los primeros meses del año, con una caída del 1,7% con respecto al trimestre anterior, y en el último año acumula ya un retroceso del 4,1%. Numerosos indicadores de gasto exhiben caídas históricas, como las ventas minoristas, las ventas de automóviles y las ventas de bienes de consumo declaradas por las grandes empresas. La fuerte **caída de los tipos de interés** no ha ofrecido impulso alguno a la demanda, debido a varias razones: en primer lugar, en el primer trimestre del año dicho descenso aún no se había trasladado completamente a todos los hogares que están endeudados —el tipo medio ponderado de los préstamos vivos para la adquisición de vivienda se situaba, en abril, en el 4,94%, frente a un euríbor del 1,77%—; en segundo lugar, ante el vertiginoso deterioro de las condiciones económicas, las familias que han dispuesto de más recursos, gracias a la reducción de su carga financiera, han preferido destinarlos al ahorro; y, en tercer lugar, el mantenimiento de las restricciones de crédito ha impedido que los menores tipos de interés se traduzcan en un incremento de la demanda a través del aumento del endeudamiento. Además, las operaciones nuevas de crédito tampoco recogen completamente los niveles tan reducidos de los índices utilizados como referencia —euríbor—, ya que incorporan mayores diferenciales que en el pasado, lo que es lógico en un contexto en el que se ha disparado el riesgo de insolvencia.

En cualquier caso, por muy bajos que sean los tipos de interés, **el consumo no se reactivará hasta que los hogares completen el proceso de recomposición de sus balances y desendeudamiento** en el que se encuentran ahora inmersos. Así, la **tasa de ahorro** de las



familias se ha disparado a lo largo de 2008, desde un mínimo del 10,2% de la renta bruta disponible en el año anterior, hasta un 13%, lo que supone un insólito incremento en el volumen total de ahorro de las familias del 35,8%. Este proceso, que es la otra cara de la moneda de la abrupta caída que está sufriendo el consumo, implica que los hogares están reduciendo su nivel de endeudamiento y que, por tanto, se está corrigiendo uno de los grandes desequilibrios generados durante la etapa expansiva. Así, la **deuda de los hogares** en relación con la renta bruta disponible ha descendido desde un máximo del 131% en 2007 hasta un 127,4% en 2008. Solo cuando el volumen de la deuda haya descendido hasta niveles más sostenibles, el consumo estará en condiciones de retomar la tendencia alcista, lo que supone varios trimestres más en cifras negativas. En el conjunto del año, el retroceso del gasto de los hogares podría situarse en torno al 4%. Cabe señalar que el índice de confianza del consumidor, tras situarse en mínimos históricos, ha presentado un repunte en marzo y en abril. Aún es pronto para saber si esta mejora se traducirá en una recuperación del consumo a corto plazo: tan solo indicaría, en caso de consolidarse, que la fase más intensa del ajuste en esta variable ya ha sido superada. A lo largo de 2010 podría iniciarse una modesta y lenta reactivación, de modo que la variación de esta variable en dicho año podría dejar de ser negativa y situarse en el 0%.

La **formación bruta de capital fijo en bienes de equipo** también ha mantenido en el primer trimestre la tónica de los trimestres precedentes, de fuertes caídas a ritmos crecientes, arrojando una variación intertrimestral del -9,3%, que, unida a los descensos de los periodos anteriores, supone una caída interanual del 18,6%. La utilización de la **capacidad productiva** está en mínimos históricos; las **expectativas de los agentes** económicos, medidas a través de los índices de confianza empresarial, siguen siendo muy negativas; y los **resultados empresariales**, de acuerdo con las cifras de la central de balances del Banco de España, presentan un profundo deterioro, especialmente acusado en el caso de las empresas industriales. Si a todo lo anterior le añadimos las **restricciones de crédito**, no cabe esperar una reactivación de esta variable durante bastante tiempo. La previsión para este año se sitúa en una caída anual del 15,4%, y del 9,2% para el próximo.

La **inversión en construcción** ha moderado su velocidad de caída en el primer cuarto del año hasta un -2,2% intertrimestral, frente al -4,1% anotado en el trimestre anterior. En el último año acumula un descenso del 12,4%. Esta ralentización de su contracción en el arranque del ejercicio obedece, de acuerdo con las cifras de Contabilidad Nacional, al impulso que ha recibido el capítulo de otras

*Las economías familiares están en proceso de recomposición*

*Derrumbe de la inversión*

*La inversión pública en infraestructuras modera la caída de la construcción*

construcciones, que recoge, en buena medida, la obra civil y la inversión en infraestructuras. Este componente ha presentado un ascenso intertrimestral del 1,7%, reflejando las obras del AVE y, quizás también, el inicio de los trabajos del plan de obras públicas municipales —si bien con escasa cuantía, ya que la mayor parte de estas no son inversiones—, lo que ha amortiguado la aceleración que ha sufrido la caída de la inversión en vivienda. Esta se ha desplomado un 6,9% desde el trimestre anterior, y un 23,8% en el último año.

*El ajuste del mercado  
inmobiliario va a durar  
mucho tiempo*

Los indicadores relacionados con la **actividad inmobiliaria** no dan señales de mejoría. La venta de viviendas, según el indicador de **transmisiones de derechos de la propiedad** que elabora el INE, cae a ritmos interanuales de en torno al 30% o superiores. En marzo se produjo una notable desaceleración de los mismos hasta un -24,3%, pero puede obedecer al efecto sobre la comparación interanual derivado del diferente calendario de Semana Santa (el año pasado fue en marzo y este ha sido en abril), de modo que todavía no se pueden obtener conclusiones a partir de dicho dato. Por otra parte, las **viviendas iniciadas**, un indicador adelantado de la actividad en el sector, han caído durante todo el 2008 (el último dato disponible es de diciembre) a tasas de más del 40%, aunque se percibe una ligera ralentización en los últimos meses, que responde al avance en la iniciación de viviendas protegidas, puesto que las libres han seguido cayendo a tasas crecientes —un 62% en el último tramo del año—. En vez de construir viviendas protegidas, sería más conveniente buscar la forma eficaz de recalificar las viviendas libres que no se consiguen vender, para ayudar a absorber cuanto antes el *stock* de las mismas, ya que, hasta que esto no suceda, el sector no resucitará y la actividad constructora no dejará de lastrar el crecimiento. En cuanto a los **visados de obra**, otro indicador adelantado, presentaban un perfil semejante al del anterior: fuertes caídas, que, además, en el primer trimestre, se han intensificado hasta el 61%. Si, además de los indicadores adelantados anteriores, tenemos en cuenta los problemas de **escasez de crédito**, nada parece apuntar que próximamente se vaya a producir un cambio de ritmo en el duro ajuste que sufre la actividad inmobiliaria. La previsión de variación de la **inversión en construcción** para 2009 se sitúa, en definitiva, en un -15%, caída que se podría moderar hasta un -9,0% en el año próximo.

*Vuelco en la evolución  
de las exportaciones*

Las **exportaciones**, que ya en el cuarto trimestre de 2008 sufrieron un importante vuelco, pasando de registrar tasas positivas a una fuerte caída, han mantenido la misma tónica en el primer cuarto del actual, con un recorte intertrimestral de casi el 12%, en línea con el abrupto desplome que está sufriendo el comercio internacional.

Las **importaciones** también caen en picado, un 10,9% intertrimestral. Las economías desarrolladas van a continuar en recesión durante todo el año, por lo que no se espera una próxima reactivación de la demanda exterior, ni cabe la esperanza de que las exportaciones ofrezcan alivio alguno a nuestra situación económica. La caída de estas para el conjunto del año se puede estimar en un 10%, y para el próximo en un -2%, mientras que las importaciones pueden registrar variaciones del -15% este año y del -5% el próximo.

Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto (VAB) de la **industria** se redujo un 5,8% intertrimestral en el primer cuarto de 2009, lo que supone una aceleración de la caída en comparación con el trimestre precedente. Sobre el mismo trimestre del año anterior, la contracción del VAB asciende ya a un 11%. No obstante, otros indicadores de actividad en el sector apuntan retrocesos más intensos, como el **Índice de Producción Industrial**, que, según cifras desestacionalizadas, registró en el primer trimestre un recorte del 7,2% intertrimestral, y del 22,8% interanual. También se mueve en el mismo sentido el **Índice de Cifra de Negocios en la Industria**, que recoge un retroceso intertrimestral del 11,9%, e interanual del 27,7%. No obstante, como un leve indicio positivo, las caídas intertrimestrales de ambos indicadores, dentro de lo negativas que son, han sido algo menores que en el trimestre precedente, lo que podría apuntar hacia la reducción del ritmo de ajuste del sector. En cualquier caso, también este indicio debe ser tomado con mucha cautela, puesto que el efecto del diferente calendario de Semana Santa puede haber distorsionado los resultados. Por otra parte, el número de **afiliados a la Seguridad Social** ha intensificado su caída con respecto al trimestre anterior, hasta un -4,3%, si bien con un perfil mensual de tasas decrecientes, lo cual quizás también pueda constituir un pequeño elemento de esperanza con relación a que la fase más dura de la caída haya sido superada.

Con respecto a la **construcción**, su VAB retrocedió un 0,2% intertrimestral según la Contabilidad Nacional, lo que sitúa la variación interanual en un -8%. Esto representa una considerable mejoría en comparación con las fuertes caídas sufridas en los trimestres precedentes, lo cual resulta bastante inexplicable y sorprendente. Aunque el inicio del plan de obras públicas municipales y las inversiones en infraestructuras hayan amortiguado la caída de la actividad en el sector, no parece que dicho efecto pueda haber alcanzado magnitud tan relevante. Otros indicadores, como el **consumo de cemento** o el **número de afiliados a la Seguridad Social**, presentan caídas más pronunciadas que en el trimestre anterior, tanto en comparación intertrimestral como interanual, aunque cabe señalar que, en el caso de este último indicador, con un perfil mensual

*Intensa caída  
de la actividad  
industrial*

*Alivio temporal  
en la construcción*

descendente, lo que no deja de apuntar hacia un retraimiento de la actividad más acusado que en el trimestre precedente, si bien podría indicar que ya ha tenido lugar la fase más aguda del ajuste. En cualquier caso, es posible que en los próximos meses el plan de obras públicas municipales mitigue algo la caída de la actividad en el sector, aunque solo de forma transitoria, hasta que finalicen dichos trabajos. Si, en el momento en que eso suceda, la construcción inmobiliaria no ha terminado su ajuste, se producirá de nuevo una brusca caída en las cifras de actividad.

*Los servicios  
son los que menos caen*

En cuanto a los **servicios**, su VAB se ha contraído un 1,6% en el primer trimestre de este año en comparación con el trimestre anterior, en negativo por segundo trimestre consecutivo, con lo que la variación interanual se coloca en un -0,6%. Tanto los servicios de mercado como los de no mercado arrojan tasas intertrimestrales negativas. El resultado que ofrece la Contabilidad Nacional es considerablemente mejor que el que presentan otros indicadores de actividad, como el índice de cifra de negocios del sector servicios, que aceleró su caída hasta un -18,2% interanual en términos nominales; descenso que, en términos reales, si aplicamos el deflactor del VAB del sector, quedaría en un -21,4%. Lo mismo sucede con otro indicador, el índice de ventas de las grandes empresas, que exhibe un retroceso del 14,8% interanual en términos reales en el primer trimestre. El empleo en el sector, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, sufrió un recorte del 2,6% intertrimestral, y del 2,1% en comparación con un año antes.

*El sector turístico  
sigue declinando  
como consecuencia  
de la paralización  
de la demanda*

La actividad en el **sector turístico** sigue declinando como consecuencia de la paralización de la demanda tanto interna como externa. De acuerdo con el **Índice de Cifra de Negocios** en dicho subsector, la caída fue del 10,6% interanual en el primer trimestre. Las **pernoctaciones en hoteles** descendieron un 16% en el mismo periodo, el doble que en el trimestre anterior, afectando por igual a nacionales y extranjeros, y la **entrada de turistas** se redujo en una tasa muy semejante. Las cifras exhiben una mejoría notable en el mes de abril, pero obedece al efecto sobre la comparación interanual del diferente calendario de Semana Santa. Las perspectivas para lo que queda del año solo pueden ser negativas, teniendo en cuenta el oscuro panorama que se cierne sobre la economía mundial en general, y sobre la europea en particular.

El **mercado de trabajo** ha continuado en el primer trimestre el acelerado deterioro observado en el trimestre anterior. Los trimestres cuarto de 2008 y, sobre todo, primero de 2009 han sido los peores desde que existen estadísticas al respecto. Según la Contabilidad Nacional, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se redujo un 2,8% intertrimestral y un 6% interanual,

tasas muy cercanas a las que ofrecen las cifras de ocupados de la EPA y de afiliación a la Seguridad Social. Esto supone una destrucción de 1,1 millones de empleos en el último año, según la **Contabilidad Nacional** y la **afiliación**, y de en torno a 1,3 millones según la **EPA**. No obstante, el aumento del desempleo registrado y la caída de la afiliación se han moderado considerablemente en los meses recientes, especialmente en mayo, lo que indica que, posiblemente, el grueso del ajuste del empleo ya se ha producido.

El descenso del empleo afecta relativamente más a los trabajadores **autónomos** que a los asalariados —un 25,5% de los ocupados que han perdido su trabajo son autónomos—. Dentro de los asalariados, la destrucción de empleo se concentra exclusivamente en el colectivo de los temporales, que caen en un año un 20,6%, mientras que el número de trabajadores indefinidos aún presentaba, en el primer cuarto del año, un leve crecimiento interanual, aunque, en comparación intertrimestral y en términos desestacionalizados, probablemente ya haya empezado a descender en dicho periodo. Esto ha dado lugar a que la tasa de temporalidad se haya desplomado hasta un 25,4%, casi cinco puntos porcentuales menos que un año antes. La evolución tan absolutamente dispar que presentan estos dos grupos pone de manifiesto la dualidad del mercado laboral español y es un indicio de las enormes distorsiones que esta introduce en el funcionamiento del mismo. La **población activa** —que, por otra parte, no ha dejado de crecer— ha aumentado en algo más de medio millón en el mismo período, siendo más de la mitad extranjeros. En consecuencia, la cifra de desempleados, según la EPA, ha crecido en 1,8 millones, disparando la **tasa de paro** hasta el 17,4% en el primer trimestre de 2009, frente a una tasa del 9,6% un año antes.

En conclusión, la economía española continúa instalada en una profunda **recesión**. Como ya se ha señalado, existen algunos indicios no tan negativos como en los meses anteriores, pero aún son poco consistentes y, además, en el caso de confirmarse, estarían indicando no que la economía vaya a comenzar a recuperarse sino que la fase más dura de la recesión ya habría terminado y que la actividad económica va a caer a un ritmo más moderado. Hasta que se complete el **ajuste en el sector de la construcción** y se absorba el **stock de viviendas sin vender**, de modo que dicho sector deje de lastrar la economía, y los hogares equilibren sus finanzas, no cabe esperar el inicio de una reactivación. Por tanto, aún estamos muy lejos de alcanzar tasas positivas de crecimiento.

Además, sobre la economía española planea un importante riesgo procedente del **sector financiero**. Este ha conseguido capear la primera fase de la crisis gracias al colchón proporcionado por las

*La destrucción de empleo se concentra en los trabajadores temporales*

*Aún estamos lejos de alcanzar tasas positivas de crecimiento*

*Riesgos derivados del sector financiero*

provisiones anticíclicas del Banco de España y a que las entidades españolas no habían adquirido activos estructurados en los mercados internacionales, a diferencia de sus competidoras europeas. No obstante, el problema reside en nuestros propios activos «tóxicos», que son los **préstamos impagados** a los sectores inmobiliario e hipotecario. La **morosidad** no solo se ha multiplicado sino que seguirá creciendo y puede poner en apuros a algunas entidades, sobre todo cajas de ahorros, lo que puede cerrar aún más el grifo del crédito, alejando cualquier escenario de recuperación económica. Así pues, la previsión de crecimiento para la economía española se sitúa en un -3,7% en 2009 y en un -1,1% en 2010.

### Se corrigen algunos desequilibrios pero surgen otros

#### *El déficit comercial se reduce a la mitad*

Una de las consecuencias de la profunda caída de la demanda es la corrección de nuestros principales desequilibrios, entre ellos, el **déficit exterior**. Este ya comenzó a descender en la segunda mitad del año pasado y dicha tendencia se ha intensificado en el primer cuarto del actual, periodo en el que se contrajo un 37,6% en comparación interanual y en términos reales, según cifras de Aduanas. A precios corrientes, la corrección es mayor, un 47,7%, lo que obedece a la mejora de la relación real de intercambio, como consecuencia de que los precios de las importaciones han caído más que los de las exportaciones, fundamentalmente por el descenso del precio del petróleo.

#### *Corrección del déficit corriente*

El descenso del déficit en el comercio de bienes ha sido parcialmente compensado por la reducción del excedente de la balanza de servicios, por la negativa evolución del sector turístico y por el incremento del déficit en la balanza de rentas, de modo que la **Balanza por Cuenta Corriente** ha reducido su saldo negativo en un 28%. Esto supone un déficit corriente del 8,8% del PIB en el primer trimestre del año, frente al 12% en el mismo periodo del año anterior. Estas tendencias se mantendrán durante el resto del ejercicio, de modo que se puede estimar un saldo final para el conjunto del mismo del -7% del PIB, y del -5% en 2010, cifras que se comparan con un -9,5% registrado en 2008.

#### *Cambio en el patrón de financiación del déficit exterior*

El cambio en el patrón de **financiación del déficit exterior**, observado el año pasado, se mantiene en el primer trimestre del actual. En los últimos años de expansión económica, la brecha exterior era cubierta, básicamente, mediante las entradas netas de capital por la balanza de inversiones de cartera, que incluyen los activos de titulación hipotecaria. No obstante, el año pasado, el saldo de esta partida se redujo drásticamente, desde algo más de 104.000 millones

de euros en 2007 hasta en torno a 4.000 millones, de modo que el papel de financiador del déficit corriente fue desempeñado por la rúbrica de otras inversiones, integrada por préstamos, repos y depósitos. Es decir, nuestra economía pasó de ser financiada por la venta de títulos hipotecarios en el exterior a ser financiada por las subastas de liquidez del Banco Central Europeo. En el primer trimestre de este año las tendencias anteriores se mantienen con tan solo ligeros cambios: la partida de otras inversiones sigue siendo la principal fuente de recursos financieros y la partida de inversiones de cartera continúa registrando excedentes muy alejados de los obtenidos en los mejores años, si bien parece que se han recuperado modestamente con respecto al pasado año.

La mejora del déficit corriente es el resultado de la corrección de otro de los grandes desequilibrios que generó nuestro modelo de crecimiento: la **insuficiencia del ahorro nacional para financiar el volumen de inversión** tanto empresarial como en vivienda. Esta insuficiencia procedía tanto de una tasa de ahorro de los hogares muy reducida —es decir, de un consumo muy elevado— como de un exceso de inversión en vivienda. Ambos excesos, como ya se ha señalado, están en proceso de corrección, de modo que el año pasado, por primera vez desde 2002, la **capacidad de financiación de los hogares** ha sido positiva, es decir, su volumen de ahorro ha sido más que suficiente para financiar su volumen de inversión. No obstante, la **capacidad de financiación del conjunto de la economía** ha seguido siendo negativa porque el saldo financiero positivo de las familias ha sido contrarrestado por el saldo negativo de las Administraciones Públicas.

Si la crisis hace, por una parte, que se corrijan los desequilibrios que habían caracterizado el modelo de crecimiento anterior, también está propiciando que, por otra parte, surja un nuevo desequilibrio que en la fase expansiva anterior había sido corregido: el **déficit presupuestario** de las Cuentas Públicas. El año pasado, este ascendió al 3,8% del PIB, frente a un superávit del 2,2% el año anterior. El origen del desfase se encuentra, fundamentalmente, en el desplome de los recursos no financieros, que se hundieron un 6,9% en 2008, frente a crecimientos de en torno al 10% en los años precedentes, mientras que los gastos no financieros han seguido creciendo a ritmo comparable al de los años de expansión económica. Las tendencias anteriores han continuado y se han intensificado en los primeros meses de 2009, y previsiblemente seguirá siendo así el resto del ejercicio, de modo que el **saldo presupuestario** podría rondar este año el 10% del PIB, y el 8% el próximo.

La tasa de **inflación** de la economía española se ha situado en los últimos meses, por primera vez, en tasas negativas, pese a lo

*Mejora el ahorro*

*Crece el déficit público*

*La caída  
de la demanda  
corrige el problema  
de la inflación*

cual no nos encontramos en una situación de *deflación*, sino de *desinflación*. Las bajadas interanuales de precios no son generalizadas, sino que se concentran en determinados bienes, especialmente en los productos energéticos. Por otra parte, las bajadas interanuales del índice general son transitorias, ya que resultan de efectos escalón muy potentes en dichos productos, y, cuando dichos efectos finalicen después del verano, las tasas volverán a ser positivas. La **tasa subyacente** sigue en positivo, si bien el desplome de la demanda la ha reducido hasta mínimos históricos, el 0,9% en mayo. El **diferencial frente a la media de la zona euro** también ha cambiado de signo, y ahora es negativo —es decir, favorable a España— tanto en el índice general como en el subyacente. Esto se explica, por una parte, por el mayor impacto de la caída interanual del precio de la energía sobre nuestros precios finales al consumo de los productos energéticos, debido a los menores impuestos que estos soportan en comparación con la Unión Europea; y por otra parte, por el mayor impacto de la caída de la demanda.

El **Índice de Precios Industriales** también arroja caídas interanuales muy pronunciadas, un -3,4% en abril, aunque en este caso también el índice que excluye los bienes energéticos acusa importantes retrocesos, hasta un -2,4% en el mismo mes. No obstante, este resultado está muy influido por los fuertes descensos observados en el grupo de bienes alimenticios, que, al igual que la energía, también sufre efectos escalón de considerable magnitud, así como por las caídas en otros productos no energéticos pero que emplean el petróleo como materia prima, como el caucho y los plásticos. Hay retrocesos en otros dos grupos: material eléctrico y papel. En este último, la evolución de los precios también está muy relacionada con la del coste de la energía, además de con la evolución del precio de la materia prima en los mercados internacionales.

*Moderación  
insuficiente  
de los costes laborales*

El crecimiento de los **costes laborales** se ha suavizado en la primera parte del año, lo que refleja tanto la negativa situación del mercado laboral, como, sobre todo, la caída de la tasa de inflación. Así, los **incrementos salariales** pactados en la negociación colectiva hasta abril recogían ascensos del 2,7% frente a incrementos del 3,7% en el mismo mes del año pasado (antes de incluir las cláusulas de negociación colectiva). La remuneración media del **índice de ventas de las grandes empresas**, por su parte, refleja un incremento salarial del 1,6% en el primer trimestre, muy por debajo del ascenso del 6,3% de un año antes, si bien en abril se intensificó hasta un 3,5%. Otro indicador, la **remuneración media por asalariado** de la Contabilidad Nacional, también apunta en la misma dirección, con un avance en el primer trimestre del 1,9% frente a un 6,6% en el mismo trimestre del año anterior. La **encuesta trimestral de costes**



**laborales armonizada** apunta hacia una aceleración de los costes laborales totales en el primer trimestre, hasta el 4,8% —debido al incremento de las indemnizaciones por despido—, ya que los costes exclusivamente salariales registran una desaceleración, aunque bastante inferior a la apuntada por los indicadores anteriores, hasta un 3,3%. La reducción de los incrementos salariales es, por tanto, evidente, a tenor de estos indicadores. No obstante, teniendo en cuenta nuestra tasa de inflación, que se encuentra en cifras negativas, y que podría situarse en media anual en un 0,5%, aún hay mucho margen para una mayor moderación, sin que ello suponga una merma de poder adquisitivo, que debería ser aprovechada al máximo para recuperar parte del terreno perdido en materia de competitividad en los últimos años de fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios.

### El aumento del gasto público hipoteca el futuro de la economía española

La debilidad más preocupante de la economía española es la **restricción crediticia**, que aquí está siendo más grave que en otros países por la necesidad de financiar nuestro déficit exterior, que se explica ahora en su práctica totalidad por el déficit público. Teniendo en cuenta que el saldo de la balanza por cuenta corriente equivale a la diferencia entre el ahorro privado nacional y la inversión privada más el déficit público, en la medida en que este último sea duradero y elevado, tenderá a provocar mayor déficit por cuenta corriente. Por este motivo el impulso del **gasto público** no está tanto estimulando la actividad económica española como, más bien, alimentando la demanda de otros países, cumpliéndose así la amenaza de los «déficit gemelos». En este contexto, apostar por un descomunal déficit resulta contraproducente en la medida en que agrava nuestras acuciantes restricciones financieras por la vía del efecto *crowding-out* de la inversión privada, por el que cuanto más deuda pública se coloca, menos dinero queda para financiar a los agentes privados que se están viendo obligados a pagar vertiginosos diferenciales de tipos de interés, cuando no se ven excluidos del crédito.

El **desequilibrio presupuestario** en España no se ha producido, como hubiera sido lógico, por el efecto automático coyuntural de los estabilizadores como consecuencia de la crisis sino que responde a equivocadas decisiones estructurales y discrecionales de ahora y del pasado, como es que en la totalidad de los Presupuestos Generales del Estado de los últimos cinco ejercicios se autorizaran aumentos del gasto muy superiores a la propia evolución de la

*Fuerte restricción crediticia*

*Desequilibrio presupuestario por equivocadas decisiones estructurales y discrecionales*

actividad. De esta forma, los aparentes superávits resultaban no sólo insuficientes para estabilizar la economía —los desequilibrios exterior y de precios eran la norma— sino también insostenibles, en la medida en que se abusó del empuje volandero de los ingresos —pues apenas se han aprobado recortes normativos de impuestos— para asumir compromisos permanentes de mucho y discutible gasto público. Pero lo peor ha sido la locura del gasto activista y «ocurrencial» al que hemos asistido desde que se vieron las orejas al lobo de la crisis: el cheque-voto de 400 euros, el *Plan E* a los ayuntamientos, subvenciones a los sectores sobredimensionados, la financiación autonómica, etc. Y es que, por desgracia, se ha perdido el miedo al déficit.

*Las subvenciones distorsionan la competencia en los mercados y perjudican a las empresas*

Las **subvenciones** sectoriales distorsionan la competencia en los mercados y perjudican a las empresas que no las perciben, pero que con su esfuerzo de adaptación —mediante la reducción de costes, la mejora de la productividad, las innovaciones en productos, etc.— se han labrado su competitividad internacional. Estas empresas ven reducida su cuota de mercado y la posibilidad de atraer mano de obra cualificada y capital privado a un coste razonable. El origen de las dificultades que atraviesan algunas empresas no se encuentra en la crisis financiera sino en la **estructura de las propias organizaciones** que exhiben **exceso de capacidad productiva, falta de competitividad en los precios y en la calidad de los productos**, aparte de una **gestión poco eficiente**. Las cosas se han ido complicando por los **costes laborales** excesivos, incluidos los derivados de una **regulación del mercado de trabajo demasiado restrictiva** y de una legislación que deja impune el **absentismo laboral**. Además de reformar las regulaciones, son las empresas mismas las que deben reestructurarse de arriba abajo, lo que puede implicar su reducción y la consiguiente pérdida de empleos. Implorar la ayuda del Estado, es decir, del contribuyente, es resistirse al reto de la reconversión, y así no se soluciona el problema.

*La economía real necesita subsanar los problemas del sector financiero y restablecer el flujo normal del crédito*

Hasta que no se subsanen los **problemas del sector financiero** y se restablezca el **flujo normal de crédito** no se apreciarán atisbos de recuperación en la economía real. Los gobiernos y los bancos centrales han ejercido un activismo inusitado, promoviendo amplios programas para estabilizar el sector financiero (bancos, cajas y seguros) y aplicando **políticas agresivas de estímulo monetario y fiscal de la demanda** (recetas keynesianas). Se trata de medidas de emergencia que se han aplicado, con independencia de los conceptos paradigmáticos imperantes, porque la situación era de emergencia. Pero esto, por sí solo, no garantiza su eficacia. Las primeras actuaciones para alejar el «riesgo sistémico» en los mercados financieros corrieron a cargo de los bancos centrales. El efecto esperado

—devolver la confianza a los agentes financieros— finalmente no se ha producido. Se ha hecho evidente que abrir de par en par las compuertas monetarias no constituye una herramienta mágica para reactivar el mercado interbancario.

El horizonte se aclararía si las políticas de reactivación económica, que por su propia naturaleza son cortoplacistas —de hecho han sido diseñadas para 2009 y 2010—, estuvieran acompañadas de **políticas de oferta**, aunque su orientación, por definición, es a medio y a largo plazo. Se trataría de profundizar en las **reformas estructurales** que se han iniciado en los últimos años, especialmente en el mercado de trabajo, en el sistema tributario, en el sistema de la Seguridad Social, sobre las cargas administrativas, etc. El objetivo era, y sigue siendo, fortalecer el tejido productivo, dotar a las economías de la suficiente flexibilidad y capacidad de ajuste, aumentar la productividad de todos los factores y elevar el potencial de crecimiento en un entorno que seguirá estando marcado por la Globalización. Y además habría en el futuro una fuente de recursos más caudalosa, con lo que la consolidación presupuestaria sería más factible.

En definitiva, además de aplicar la **política de oferta** dirigida a reconstruir el sistema financiero global, la estrategia de cara a la economía real debería descansar sobre una serie de **ejes fundamentales**, como los que conceptualmente se enumeran a continuación:

- Restablecer la **solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas; consolidar los Presupuestos estatales**, preferentemente por la vía de la contención y de la racionalización del gasto público; instalar **barreras obligatorias al endeudamiento de las Administraciones Públicas** al son del «modelo suizo» vigente o del «modelo alemán» previsto; perseguir la **austeridad** en el número de funcionarios, en las transferencias y en las compras de bienes y servicios; reforzar la **proporcionalidad** entre las cotizaciones realizadas, las pensiones y las prestaciones por desempleo.
- **Limitar a lo imprescindible las tareas del Estado** en el ámbito de la economía; reducir el peso del Estado y conducir la *ratio* gasto-PIB hacia el nivel de equilibrio; aplicar los criterios de **eficiencia** en la asignación de los recursos.
- En cualquier caso, **no aumentar la presión fiscal** en general, y la directa en particular; **anclar la imposición tributaria** de las empresas y de las personas en niveles soportables y que se muestren internacionalmente competitivos; **simplificar el sistema tributario** y promover su **neutralidad**; mejorar la **gestión** de los impuestos y combatir el fraude fiscal.

*La reactivación económica solo llegará por políticas de oferta y reformas estructurales*

*Ejes fundamentales para una nueva estrategia de política económica*

- Reducir la fiscalidad del factor trabajo —cotizaciones sociales— y de la inversión mediante la **reducción del tipo del Impuesto sobre Sociedades**, la recuperación de la **exención por reinversión** y la **deducción por inversión en activos fijos nuevos**.
- **Flexibilizar el mercado de trabajo**: desjudicializar y liberar de la intervención administrativa los procedimientos de ajuste de las plantillas. Asimismo la negociación colectiva debe ser sensible a la **coyuntura** para que los ajustes sean vía precios en vez de vía cantidades, y con ello eliminar la ultraactividad. Se deben introducir mecanismos de control e incentivos que reduzcan el absentismo.
- Incentivar la **movilidad geográfica** por motivos laborales e impulsar la **calificación** y la **especialización** de los trabajadores según las exigencias de los avances tecnológicos y de los cambios en la estructura productiva de la economía; aprovechar las **políticas activas** del mercado de trabajo; promover al máximo el **mercado de alquiler**; y forjar una **cultura de aprendizaje** a lo largo de la vida.
- Aumentar la calidad y la eficiencia de los sistemas de **educación** escolar, formación profesional y enseñanza universitaria —inversión en capital humano— y recuperar la cultura del **esfuerzo**, del **mérito** y de la **competencia**.
- Crear las condiciones propicias para las actividades de **investigación**, **desarrollo** e **innovación** en las empresas; dar prioridad a la promoción de la I+D+i empresarial en vez de centrar el apoyo a los oferentes públicos de la misma. Se deberían afianzar y favorecer los mercados de **capital de riesgo**.
- Asegurar el abastecimiento de **energía** al menor coste posible; diversificar fuentes; aprovechar todas las opciones tecnológicas disponibles, incluida la **energía nuclear**; mejorar la eficiencia energética en la producción, en el transporte y en el consumo de los hogares. Es obligado mantener toda nuestra capacidad nuclear de generación y en ningún caso cerrar Santa María de Garoña, de la que el Consejo de Seguridad Nuclear ha emitido un informe favorable sobre la prolongación de su vida útil.
- Sostener la **protección medioambiental** en compatibilidad con la **eficiencia económica**; aplicar el principio de que «quien contamina paga»; y **reducir las emisiones contaminantes** allí donde el coste de hacerlo sea el más bajo.
- **Eliminar barreras innecesarias a la actividad empresarial**, **reducir la burocracia** y **agilizar los trámites administrativos**; asegurar la **unidad del mercado** interior en España y del mercado único en la Unión Europea.

- Mantener abiertos los mercados de bienes y servicios para la **entrada de nuevos competidores**, y **prescindir de subvenciones** específicas a empresas en declive, por emblemáticas que sean.
- Avanzar en la **liberalización del comercio mundial** según los principios de la **multilateralidad** y la **no discriminación** de los países; y completar la Ronda de Doha de la Organización Mundial del Comercio.
- Defender la **libertad internacional de los movimientos de capitales** al amparo de un sistema de regulación que sea, a la vez, eficaz y eficiente; descartar la imposición de una tasa Tobin; atraer los Fondos Soberanos de Inversión procedentes de países emergentes y mantener una fiscalidad atractiva sobre el capital.



INSTITUTO  
DE ESTUDIOS  
ECONÓMICOS

30

**años**

*por la economía  
de mercado*

## **INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Servicio de Publicaciones  
Castelló, 128 - 6.ª 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)