

# EL PROBLEMA DEL SOBREENDEUDAMIENTO



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 problema del sobreendeudamiento .....	5
Una recuperación internacional poco consistente ....	7
España: la recuperación va para largo.....	12
Mejora el déficit exterior pero empeora el déficit público .....	19
La solución sigue estando en las reformas estructurales .....	23



## El problema del sobreendeudamiento

Las **incertidumbres** que han ensombrecido el panorama económico mundial desde que estalló la crisis *subprime* en agosto de 2007, y que se intensificaron hasta niveles insoportables para el sostenimiento de cualquier economía tras la quiebra de Lehman Brothers en octubre de 2008, se han despejado, en gran medida, a lo largo del ejercicio actual. A los vagos indicios de algunos indicadores que centraron todos los análisis durante la primavera, han seguido unos datos económicos realmente positivos en los trimestres segundo y tercero, al menos para las grandes economías desarrolladas y emergentes, hasta el punto de desatar una nueva ola de optimismo a escala global.

No podemos perder de vista que el **repunte** de dichas economías es muy dependiente de los estímulos fiscales que, en breve, comenzarán a retirarse debido al insostenible nivel que han alcanzado los déficit públicos, así como del ciclo de recomposición de inventarios, más que el resultado de una reactivación genuina y sostenible de la demanda. Tampoco debemos olvidar que el **sistema financiero internacional** sigue sin funcionar con normalidad. Aunque ya no se habla del problema de los activos tóxicos, ni forma ya parte del debate diario la forma de enfrentarse al mismo, eso no significa que estos hayan desaparecido por arte de magia, pues siguen existiendo, y las cuentas de los bancos no están completamente saneadas y son aún muy frágiles ante cualquier perturbación que pueda afectar a las mismas, como ha puesto de manifiesto la crisis de impagos surgida en Dubai. Debemos, por lo tanto, ser

*Aparentemente  
se despejan  
las incertidumbres*

*Debemos ser prudentes*

---

\* Este informe, segundo 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 27 de noviembre de 2009, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

*Las condiciones  
de nuestra economía  
aún no son favorables*

prudentes, y no confiar excesivamente en que la recesión haya quedado definitivamente atrás. Podemos asistir a una recaída de la economía mundial o a una fase muy prolongada de débil crecimiento económico. Sin embargo, el incremento del consumo en China y en la India, la eficacia de los mercados de factores en Estados Unidos y el repunte del comercio internacional son los elementos fundamentales que impulsan la recuperación de la economía mundial.

En cuanto a la economía española, la **caída de la actividad** fue mucho más contenida en el tercer trimestre del año, pero igualmente no hay motivos para echar las campanas al vuelo. También existe un importante influjo de las expansiones fiscales del Gobierno sobre estos resultados; estímulos que van a neutralizarse con la subida de impuestos prevista para el próximo año. Además, las **condiciones de fondo de nuestra economía** y de nuestros propios problemas financieros, derivados de la gran exposición de nuestras entidades al sector inmobiliario, así como del aumento de la tasa de morosidad, no ofrecen la situación propicia para iniciar una fase sólida de recuperación económica. Así, la pérdida de competitividad de nuestra economía, el alto nivel de endeudamiento de nuestros agentes económicos y las necesidades externas de financiación, junto con una gran crisis fiscal, son las razones que lastran nuestro crecimiento. Lo más probable es que nos enfrentemos a una larga etapa de débil crecimiento económico y de elevadas tasas de desempleo.

*La política económica  
debe cambiar*

Pero se pueden hacer muchas cosas para cambiar esta situación y mejorar, en gran medida, las perspectivas para nuestra economía. Flexibilizar el mercado de trabajo; mejorar la calidad del sistema educativo en todos los niveles; fomentar la actividad emprendedora; reformar el sistema fiscal; retomar el equilibrio presupuestario público y continuar con el proceso de liberalización son los **instrumentos fundamentales del cambio** que garantizaría el crecimiento potencial de nuestra economía, a partir de un tejido productivo más competitivo. La clave ahora es reforzar la **oferta** productiva estableciendo incentivos que faciliten la transformación de ajuste en nuestras empresas a las nuevas condiciones de la competencia. Debemos apostar por el **mercado** en lugar de por la intervención, por la **competencia** en lugar de la planificación y por la **flexibilidad** en lugar de la rigidez. En otro caso, estaremos repitiendo los errores del pasado y alejando a España del **progreso** y del **empleo**.

## Una recuperación internacional poco consistente

Las perspectivas para la economía mundial han mejorado notablemente en los últimos meses. Tras el desplome de la actividad económica y del comercio mundial sufrido en el último trimestre de 2008 y primero de 2009, las grandes economías del mundo, Estados Unidos, Alemania, Japón y Francia, han comenzado a registrar tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB positivas en el segundo o en el tercer trimestre del año, mientras que China casi ha recuperado el ritmo expansivo previo a la crisis. Las previsiones de crecimiento de los organismos internacionales son revisadas ahora al alza, los índices de confianza han ascendido con firmeza, los indicadores bursátiles han dejado atrás los mínimos alcanzados en marzo de este año y una nueva ola de optimismo se ha abierto paso.

No obstante, **las bases sobre las que se sustenta dicho crecimiento no son sólidas**. Se ha apoyado básicamente sobre los estímulos fiscales puestos en marcha por los gobiernos, especialmente los programas de apoyo a la compra de automóviles, así como sobre el final de la corrección del *stock* de inventarios acumulados. Ni en Estados Unidos ni en Europa la recuperación del crecimiento ha estado acompañada de un ascenso del crédito. Este se va a mantener deprimido hasta que el sector financiero recomponga sus balances, proceso que aún no se ha completado; y mientras el crédito no esté en condiciones de volver a fluir es difícil imaginar una reactivación consistente de la economía mundial. Podríamos decir que el enfermo ya no está en la UVI, pero sigue en el hospital convaleciendo lentamente. La experiencia histórica revela que la salida de una recesión económica causada por una crisis financiera y acompañada por una crisis inmobiliaria necesita bastante más tiempo que la superación de una recesión normal.

Por otra parte, los indicadores de «tensión» financiera, aunque es cierto que han mejorado notablemente a lo largo de este año, apenas se han situado en los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers, y siguen, por tanto, muy alejados de los niveles considerados como «normales», anteriores al estallido de la crisis *subprime* en agosto de 2007. De hecho, la extraordinaria masa de liquidez con la que los bancos centrales han inundado los mercados no se ha transmitido al sistema económico, lo que pone de manifiesto que **el sistema financiero, que es el canal de transmisión de la política monetaria, sigue sin funcionar correctamente**. Los niveles de morosidad son elevados y las necesidades de capital para situar las *ratios* de solvencia de los bancos (créditos sobre capital social) entre el 8% y el 10% hasta finales de 2010 —como sería conveniente y como ha sido propuesto por el G-20 en Pittsburgh en septiembre pasado— son

*Las grandes economías vuelven a crecer*

*Las bases del crecimiento no son sólidas*

*El sistema financiero sigue sin funcionar bien*

*El potencial  
de crecimiento  
va a ser  
muy limitado  
en el futuro*

*¿Recuperación  
en W o en L?*

*Retirada progresiva  
de las medidas  
cuantitativas*

enormes (en la zona del euro entre 110.000 millones y 260.000 millones de euros, respectivamente). La capitalización y la reestructuración de las entidades financieras no ha hecho más que empezar; su situación sigue siendo frágil y no se pueden descartar nuevos terremotos en el sector, como demuestra el reciente episodio de Dubai.

**El retorno a la normalidad en los mercados financieros va a ser, por tanto, un proceso lento y no exento de dificultades.** Esta circunstancia, unida a otros factores, como una regulación financiera probablemente más restrictiva, el elevado nivel de deuda de los hogares —pese a haberse reducido algo durante la etapa de crisis— o el sesgo restrictivo que van a tener que adoptar las políticas fiscales en los próximos años para devolver las Cuentas Públicas a una senda de consolidación presupuestaria, van a limitar sensiblemente el potencial de crecimiento económico de la economía mundial durante bastante tiempo. Por otra parte, existen importantes riesgos asociados a las políticas de «choque» puestas en marcha por los gobiernos y los bancos centrales. El crecimiento de la deuda pública derivado del aumento descontrolado de los déficit públicos podría impulsar al alza los tipos de interés, al tiempo que la inmensa masa de liquidez proporcionada por las autoridades monetarias amenaza con crear burbujas en otros activos, concretamente en la deuda pública, que podrían provocar nuevos terremotos financieros.

Algunos analistas mantienen la hipótesis de que el perfil de la coyuntura global es el de una «doble contracción» (*double dip*, o recuperación en forma de «W»). Esto significaría que, tras la recuperación actual, se produciría una recaída de la actividad real. Otros analistas prevén un perfil de estancamiento alargado por varios años (recuperación en forma de «L»), como ocurrió en Japón en la década de los noventa. El que haya visiones tan dispares sobre la futura evolución tendencial de la economía no hace más que revelar que **el grado de incertidumbre que nos rodea es mayor de lo que parece.** Sea como fuere, el recorrido hacia una senda de crecimiento sostenido va a ser largo y dificultoso.

**Las políticas monetarias van a mantener un sesgo ultra-expansivo** durante bastante tiempo. La Reserva Federal mantiene sus tipos de interés entre el 0% y el 0,25%, Japón en el 0,1% y el Banco Central Europeo en el 1%, aunque, en este último caso, la política es más holgada de lo que parece, puesto que los tipos a más corto plazo, como el EONIA o el Euribor a tres meses, se encuentran muy por debajo de ese 1%. No obstante, aunque los tipos de referencia van a tardar todavía bastante tiempo en ser modificados, ya se comienza a hablar del diseño de «estrategias de salida» para estas políticas, más concretamente en lo que se refiere a las medidas cuantitativas; y algunas de las ventanillas extraordinarias de provisión de liquidez



abiertas en Estados Unidos y en la zona euro han empezado a cerrarse. Así, en esta última ya se habla de restringir el tipo de activos elegibles como colateral en las operaciones de mercado abierto y de una vuelta a las subastas competitivas, por lo que, probablemente, en diciembre tendrá lugar la última operación de inyección masiva de liquidez al tipo fijo del 1%.

Pero **los tipos de interés de referencia se van a mantener en mínimos** durante un periodo de tiempo prolongado; puede que, incluso, si las señales de recuperación económica no se consolidan más de lo esperado por los mercados, que descuenten el inicio de un ciclo de subidas a partir de mediados de 2010. La evolución de la inflación no apremia a ello, por el momento, y, de hecho, los tipos de interés a largo plazo se mantienen en niveles relativamente reducidos: en torno al 3,3% la deuda a 10 años alemana y al 3,4% la estadounidense al mismo plazo, mientras que la tasa de inflación esperada, implícita en la deuda indexada con la inflación, se encuentra contenida por debajo de la descontada antes del inicio de la crisis. Todo ello indica que los mercados, de momento, no descuentan un rebrote inflacionista. En el Reino Unido no existe ningún signo de retirada de los estímulos monetarios ni de las medidas destinadas a proporcionar liquidez, y el propio gobernador ha anunciado que los tipos no se subirán «en dos o tres años». En el extremo contrario se encuentran algunos países como Australia, Noruega e Israel, que ya han empezado a elevar los suyos.

La **economía norteamericana** creció un 2,8% (tasa intertrimestral anualizada) en el tercer trimestre del año, el mejor resultado en dos años, y la primera tasa positiva tras cuatro trimestres consecutivos en negativo. El impulso ha procedido del consumo, especialmente —aunque no únicamente— de automóviles, cuyas ventas se han disparado gracias al programa de incentivos a la compra. Junto con las ventas de automóviles, el crecimiento también se ha apoyado sobre la recomposición de inventarios y sobre la inversión residencial, que ha terminado ya el ajuste iniciado a comienzos de 2006. De hecho, las ventas de viviendas usadas han registrado un considerable repunte, mientras que las ventas de viviendas nuevas han tocado fondo y avanzan, aunque a un ritmo más moderado. No obstante, la tasa de paro sigue en ascenso, y se sitúa ya por encima del 10%, el nivel más elevado desde 1983.

La **tasa de inflación** general se encuentra en negativo en el país norteamericano, como en todos los países desarrollados, a causa de las caídas interanuales en el precio del petróleo. La inflación subyacente, en cambio, se mueve en tasas positivas, aunque ligeramente más elevadas que en la zona del euro, especialmente si excluimos el alquiler de vivienda, lo cual podría obedecer a la depreciación del dólar. Los

*Se mantienen  
los tipos de interés*

*Crecimiento  
en el tercer trimestre*

*Inflación contenida*

bajos tipos de interés vigentes en Estados Unidos han convertido a su divisa en moneda de *carry-trade*, lo que contribuye a explicar su debilidad, junto, quizás, con otros factores más estructurales, como el posible desplazamiento hacia el euro de parte de las reservas de los países emergentes y exportadores de petróleo, cada vez más inquietos ante el riesgo de tener «todos los huevos en la misma cesta».

#### *Japón lidera el crecimiento*

**Japón** es el país que ha liderado el crecimiento en el tercer trimestre del año entre los países desarrollados, con un ascenso intertrimestral del PIB del 1,2%, empujado por el vuelco experimentado por la inversión privada no residencial, que ha pasado de caer un 4,2% en el trimestre anterior a crecer un 1,6%. El consumo de los hogares también ha crecido, aunque algo menos que en el trimestre precedente. No obstante, es la única de entre las grandes economías con tasas de inflación subyacente negativas.

#### *Las políticas expansivas devuelven el pulso a China*

La tasa de crecimiento en **China** mantiene una progresión ascendente, desde un 6,1% en el primer trimestre del año, la cifra más baja en dos décadas, hasta un 8,9% en el tercero. El impulso ha procedido de la demanda interna, propulsada por unos estímulos monetarios y fiscales de magnitud extraordinaria, que han promovido un crecimiento explosivo del crédito, el cual aumenta a tasas interanuales del 30%, así como de la inversión. La inflación en los bienes al consumo se mantiene contenida, a pesar de ello, pero crece el temor a que se esté inflando una burbuja en los mercados inmobiliario y bursátil. El destacado papel de la demanda doméstica como motor de su crecimiento en los últimos trimestres ha tenido su contrapartida en la contracción del superávit por cuenta corriente.

#### *Evolución dispar de Iberoamérica*

La evolución económica en los países de **Iberoamérica** es muy dispar. En México la recesión ha alcanzado gran intensidad, con tasas negativas de dos dígitos, mientras que los registros en Argentina y en Colombia son mucho más favorables. En general, la caída de la actividad económica ha venido inducida por la contracción de la demanda doméstica, lo que está favoreciendo la corrección de los déficit corrientes. Se ha producido cierto deterioro de las Cuentas Públicas, pero, pese a ello, estas se encuentran en una situación más saludable que en los países desarrollados. Cabe destacar que Brasil ha impuesto recientemente un nuevo gravamen sobre las entradas de capital para evitar una apreciación excesiva del real. Las tasas de inflación se mueven en niveles de entre el 4% y el 6% en las principales economías, salvo en Venezuela, donde esta se sitúa en torno al 30%.

#### *Alemania, Francia e Italia cobran impulso*

Con respecto a la **zona euro**, el PIB avanzó un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre del año, impulsado por las grandes economías del área: Alemania, Francia e Italia. Todos los indicadores económicos presentan un panorama mucho más favorable que a comienzos del año. Así, los pedidos industriales se han incrementado

un 7,8% en el tercer trimestre del año en comparación con el trimestre anterior, y el índice de producción industrial ha crecido en el mismo periodo un 2,1%, mientras que los indicadores de confianza mantienen una progresión ascendente. Sin embargo, las ventas minoristas aún no ofrecen señales de recuperación. La tasa de inflación, que alcanzó el mínimo en julio, con un -0,7%, se ha movido desde entonces al alza, aunque no ha sido hasta noviembre cuando ha abandonado los números rojos, con una tasa del 0,6%. Los efectos escalón en los productos energéticos favorecen el ascenso de la tasa general, aunque la subyacente se ha mantenido durante todo el periodo a la baja, y en octubre se situó en un 1%, como reflejo de la debilidad de la demanda interna y del exceso de capacidad productiva sin utilizar, si bien, en cierta medida, también puede estar repercutiendo en este resultado la fortaleza del euro.

El crecimiento en **Alemania** fue del 0,7% intertrimestral, en positivo por segundo trimestre consecutivo. La evolución durante este periodo se explica por la recuperación de la inversión y, sobre todo, por la recomposición de inventarios. La actividad industrial remontó un 3,7%, que contrasta con la caída de casi un 13% sufrida en el primer cuarto del año. Sigue sorprendiendo la resistencia del empleo. Este ha descendido solo un 0,2% en el último año, y la tasa de paro se mantiene estable en el 7,6%, apenas unas décimas más que al comienzo de la crisis, pese a la aguda contracción que registró el PIB en los trimestres cuarto de 2008 y primero de 2009. Como es sabido, esto se debe a los sistemas de ajuste del empleo a través de la reducción de la jornada laboral, algo efectivo en un país como el germano, en el que no existe un exceso flagrante de capacidad productiva y las caídas en el nivel de actividad son percibidas como temporales. Ahora bien, en un país como España, en el que existe un abrumador exceso de capacidad productiva en determinados sectores (especialmente en la construcción pero también en sectores industriales vinculados a ella), y en los que, por tanto, la caída de la actividad es permanente, la eficacia de dichos sistemas sería mucho más limitada.

**Francia** también ha retornado a la senda del crecimiento, con tasas intertrimestrales del 0,3% en el segundo y en el tercer cuarto del año debido a la recuperación de las exportaciones y a la moderación de la caída de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF). El consumo no ha dejado de crecer a lo largo del periodo de crisis, si bien a tasas muy inferiores a las registradas antes de la misma. Su tasa de paro ha mantenido una suave tendencia al alza, y en septiembre se encontraba en el 10%, dos puntos porcentuales más que un año antes. **Italia** se situó en positivo en el tercer trimestre, con un avance del 0,6%. Fuera del área euro, la **economía británica**, una de las más afectadas por la recesión, ha moderado el ritmo de caída de

*Sorprendente evolución del desempleo*

*Los peores resultados, en Europa del Este*

la actividad económica hasta un -0,4%. El consumo frenó su caída, y la inversión siguió retrayéndose, aunque de forma menos abrupta que en los trimestres anteriores. Los peores resultados se siguen cosechando en algunos **países del Este**.

### **España: la recuperación va para largo**

#### *El PIB atenúa su caída*

**El PIB ha seguido contrayéndose en España** en el tercer trimestre del año, si bien al ritmo más bajo de los últimos cinco trimestres, un 0,3% intertrimestral, con lo que la caída interanual acumulada se modera hasta el 4,0%. La demanda nacional ha suavizado su ritmo de descenso, pero la demanda externa, que desde el inicio de la crisis había contribuido positivamente al crecimiento, ha reducido su aportación hasta cero. Esto se ha debido a que el repunte experimentado por las exportaciones, impulsadas por la recuperación del comercio internacional, ha sido contrarrestado por una expansión similar de las importaciones. Los factores que se encuentran detrás del profundo ajuste que está sufriendo nuestra economía —exceso de capacidad productiva en la construcción tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, excesivo endeudamiento de los hogares y restricción crediticia derivada de la necesidad de ajuste de los balances de las entidades financieras— aún siguen actuando, aunque con menor virulencia que en la fase más aguda de la crisis, ya que una parte de los desequilibrios ha sido ya purgada. Pero el proceso de corrección de los mismos aún no ha sido completado, de modo que **la economía española todavía no está en situación de iniciar una recuperación**.

#### *Mejoran las condiciones financieras de los hogares*

**El consumo de los hogares** comienza a estabilizarse, tras el derrumbe sufrido en los trimestres precedentes, y ha retrocedido solo un 0,1% intertrimestral en el tercer cuarto del año. Esto se debe, en parte, al fuerte repunte de la adquisición de automóviles, impulsado por los incentivos del Gobierno. Pero también obedece a que el proceso de saneamiento de los balances de los hogares está muy avanzado, como consecuencia del incremento de su tasa de ahorro, que se ha disparado hasta el 17,5%, su máximo histórico, y que se refleja en el descenso, aunque modesto, del nivel de endeudamiento de las familias. Este ha pasado de un máximo del 131,1% de la renta bruta disponible hasta un 125,3%. Lo anterior, unido a la reducción de la carga que supone el pago de la deuda gracias a la bajada de los tipos de interés —que, a lo largo de este trimestre, ha terminado de trasladarse a todos los hogares endeudados— y al incremento del poder adquisitivo derivado de la caída de la inflación, ha supuesto una **mejoría en la situación financiera de los consumidores**, que puede estar ya reflejándose en un freno a la caída del gasto.

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

	2008	2009	2010
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,1</b>
Consumo de los hogares	-0,6	-4,0	0,0
Consumo público	5,5	4,5	3,0
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,4	-9,2
— Bienes de equipo y otros productos	-2,8	-18,0	-9,6
— Construcción	-5,5	-12,0	-9,0
Demanda nacional	-0,5	-6,1	-2,2
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-12,0	1,0
Importación de bienes y servicios	-4,9	-18,0	-2,0
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:			
— Variación en miles	-117,3	-1.230	-350
— Variación en porcentaje	-0,6	-6,5	-2,0
Tasa de paro (EPA, media anual)	11,3	18,5	20,0
<b>PRECIOS Y COSTES</b>			
Precios de consumo (media anual)	4,1	-0,3	1,2
Remuneración salarial media	6,1	3,0	1,5
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	0,6
<b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-9,6	-7,0	-5,0
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>			
Déficit (-) o superávit (+)	-4,1	-12,0	-10,0

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

*La situación de los hogares sigue siendo de debilidad*

No obstante, no cabe esperar a medio plazo el retorno a una nueva etapa expansiva en la evolución de esta variable, tan solo una estabilización o, como mucho, una larga etapa de **leves crecimientos**. Por una parte, el nivel de endeudamiento de los hogares es aún muy elevado: aunque ha descendido hasta un 125% de la renta bruta disponible, este sigue siendo un nivel muy alto en comparación histórica; así, a comienzos del actual siglo, se situaba por debajo del 70%. Por otra parte, la **destrucción de empleo** se va a prolongar durante mucho tiempo —hasta que el exceso de capacidad productiva en la construcción termine de corregirse y el mercado inmobiliario comience a remontar—. La evolución del índice de confianza de los consumidores es representativa de esta situación: desde el mes de marzo ha registrado una notable recuperación desde mínimos históricos, pero en los últimos meses parece haber tocado techo en un nivel claramente inferior al existente antes del inicio de la crisis; esto significa que la fase más acusada del ajuste del consumo puede haber pasado, pero que **las condiciones de fondo aún no son favorables** y todavía no hemos llegado a una situación compatible con una nueva fase alcista del gasto. Como consecuencia de ello, tras un probable descenso del 4% este año, no cabe esperar más que una variación nula para el próximo.

*Las condiciones para la inversión son muy desfavorables*

La **inversión en bienes de equipo** ha sorprendido con un avance del 1,9% intertrimestral, que también obedece parcialmente a los planes de incentivos para la compra de automóviles y vehículos comerciales. No es probable que este resultado positivo se vaya a repetir por el momento, puesto que los condicionantes económicos sobre los que se sustenta la evolución de esta variable siguen 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 del año, 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 18% para este año y del 9,6% para el próximo.

**La inversión en construcción** ha suavizado algo su caída, aunque esta, en el caso de la inversión residencial, sigue siendo muy abultada, un 5,5% intertrimestral y un 25,5% interanual. No cabe esperar una reactivación de este componente de la demanda hasta

que el *stock* de viviendas sin vender sea absorbido, lo cual puede tardar aún varios años en suceder. Existen algunos indicios de que el **mercado inmobiliario** puede haber tocado fondo. La compraventa de viviendas, de acuerdo con la estadística de transmisiones de derechos de la propiedad, ha dejado de caer y se ha estabilizado en torno a las 35.000 unidades al mes, menos de la mitad que en el punto álgido del ciclo, a comienzos de 2007. Y el número de hipotecas constituidas ha incluso crecido tímidamente desde los mínimos alcanzados a comienzos del año. Pero no se va a producir una recuperación, pese a los reducidos tipos de interés, hasta que se den dos condiciones: que cese la destrucción de empleo, lo cual no sucederá, como ya se ha dicho, hasta que se complete el ajuste de capacidad productiva en el sector de la construcción; y que las entidades financieras hayan realizado su propio proceso de saneamiento y estén en condiciones de aumentar el crédito. La previsión para la inversión en construcción se sitúa, por tanto, tras una caída esperada del 12% en 2009, en una variación del -9% en 2010.

Coincidiendo con la recuperación del comercio mundial, la evolución de las **exportaciones** ha sido muy favorable en el tercer trimestre del año, en el que han registrado un crecimiento intertrimestral del 2,3%. Este resultado contrasta con el desplome registrado en el primer cuarto del año de casi un 9%, en un momento en el que la paralización del crédito a las exportaciones —a causa de la fase aguda de la crisis financiera internacional— paralizó los intercambios comerciales a escala mundial. No obstante, las **importaciones** también han remontado, hasta una tasa del 2%, de modo que la aportación del sector exterior al crecimiento intertrimestral ha sido nula después de seis trimestres de contribuciones positivas. La escasa confianza en la posibilidad de que la recuperación internacional adquiera fuerza a lo largo del próximo año, unido a la pérdida de competitividad acumulada de nuestra economía, no permite ser muy optimistas en cuanto al comportamiento de las exportaciones. A una caída de en torno al 12% para este año, le seguirá un aumento del 1% el próximo. La debilidad de la demanda nacional, por su parte, va a mantener en negativo la evolución de las importaciones, con un recorte previsto del 2% para el próximo año, menos intenso que el estimado para este año, un 18%, en sintonía con la evolución menos negativa esperada para el gasto doméstico.

Desde la perspectiva de la oferta, el Valor Añadido Bruto (VAB) de la **industria** mantiene un perfil trimestral de moderación de su ritmo contractivo. En el tercer cuarto del año exhibió un retroceso intertrimestral del 1,7%, tras registrar una caída del 4,6% en el trimestre anterior. Este resultado está en línea con el comportamiento de los indicadores de actividad en la industria, como el Índice de

*El mercado  
inmobiliario  
va a tardar mucho  
en reactivarse*

*Las perspectivas  
para las exportaciones  
no son convincentes*

*La industria modera  
su caída*

Producción Industrial, el Índice de Cifra de Negocios en la Industria o los indicadores de confianza. Todos ellos apuntan a **caídas en el nivel de actividad** cada vez menos intensas. El número de empleos equivalentes a tiempo completo, no obstante, se ha recortado a una tasa similar a la del trimestre anterior, un 2,6%. Hay algunos indicios favorables de cara a los próximos meses, como el aumento de los pedidos industriales, que en el tercer trimestre crecieron un 1,7%, o la reducción del exceso de inventarios de acuerdo con los resultados de la encuesta de clima industrial. Pero, al igual que lo que ya se ha dicho en referencia a la economía internacional, caben muchas dudas en cuanto a la sostenibilidad de los mismos.

*El ajuste  
en la construcción  
aún no ha terminado*

El VAB en el sector de la **construcción** se redujo un 1,1% en el tercer trimestre, la mitad que en los trimestres cuarto de 2008 y primero de 2009, mientras que el empleo descendió un 5,4% (tasas intertrimestrales). El consumo de cemento en los últimos meses parece haber registrado cierta recuperación, con algunos crecimientos intermensuales, pero probablemente vinculados a la actividad en obra civil, puesto que la construcción residencial sigue a la baja. El número de viviendas iniciadas modera considerablemente su ritmo de caída, pero aún no ha tocado suelo claramente, y los visados de nueva obra continúan descendiendo, lo que anuncia que **la construcción de nuevas viviendas va a seguir en retroceso en los próximos meses**. Según el indicador elaborado por el Ministerio de Vivienda, la iniciación de viviendas se ha reducido hasta unas 16.000 mensuales a lo largo de este año frente a una media de largo plazo de 30.000 desde 1980 o frente a 60.000 iniciadas mensualmente en los momentos de mayor auge de la última fase expansiva. No obstante, la construcción de viviendas protegidas se mantiene en un nivel semejante a la media de los últimos años —e incluso, en algunos meses, se han producido fuertes incrementos con respecto a dicha media—. **El ajuste en el sector aún no ha terminado**, y la actividad y el empleo en el mismo seguirán cayendo hasta que el *stock* de viviendas sin vender sea absorbido. Si desde el inicio de la crisis han desaparecido casi un millón de empleos en este sector, posiblemente sea necesario un recorte de casi medio millón más hasta que este proceso finalice, lo que va a lastrar el consumo, la inversión y, por tanto, el crecimiento económico durante todavía bastante tiempo.

*Inesperado crecimiento  
de los servicios*

En cuanto a los **servicios de mercado**, en el tercer trimestre han registrado un inesperado, aunque mínimo, crecimiento del 0,1% intertrimestral. El resultado es quizás algo mejor de lo que cabía esperar atendiendo a la evolución de diversos indicadores. El **Índice de Cifra de Negocios** en el sector ha registrado pequeños incrementos intermensuales en dicho período, aunque medidos a precios corrientes,



de modo que, si aplicamos el deflactor, el resultado serían pequeños descensos de la actividad en términos reales. Por otra parte, el **indicador de confianza** en el sector ha presentado una modesta mejoría desde los mínimos alcanzados en el primer trimestre, pero aún se encuentra en niveles muy reducidos en comparación histórica, incompatibles con una recuperación de la actividad. Y el **indicador de ventas en las grandes empresas** tampoco apunta a una recuperación, salvo quizás, en mínima medida, en el subsector del comercio y de la hostelería. En cuanto a la evolución del empleo en los servicios, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo ha seguido retrocediendo, aunque en una cuantía muy moderada, un 0,3%.

La actividad en el **sector turístico** ha sido mejor de lo esperado. El número de pernoctaciones en los meses centrales del verano y, en general, a lo largo del año, se mantuvo estable, sin aumentos ni disminuciones significativas —en comparación intermensual y con cifras desestacionalizadas—, aunque hay que distinguir entre el comportamiento de las pernoctaciones de los extranjeros y las de los nacionales. En el primer caso, se mantuvo la tendencia al descenso presente ya en la primera mitad del año, aunque a un ritmo más moderado que en 2008, mientras que las pernoctaciones de los nacionales han prolongado en julio y en agosto la tendencia al crecimiento que se manifestaba ya desde los meses precedentes. Muchos hogares españoles han optado por pasar sus vacaciones en nuestro país en lugar de ir al extranjero. Así, entre enero y agosto las cifras de la balanza de pagos reflejan una caída del 14,6% en los pagos al exterior por turismo, frente a un recorte del 10% en los ingresos. No obstante, en los meses de septiembre y de octubre las cifras han vuelto a empeorar. La entrada de turistas también presenta, en consonancia con las cifras de pernoctaciones de extranjeros, una tendencia descendente, aunque también a un ritmo más moderado.

En suma, **la entrada de turistas extranjeros ha seguido descendiendo**, aunque menos que el año pasado, y dicho descenso ha sido contrarrestado este año por un **incremento del turismo interior** que ha desplazado al turismo de españoles dirigido hacia el extranjero. No obstante, este turismo interior parece empeorar en los meses de septiembre y de octubre. Por otro lado, pese a que el número total de pernoctaciones no ha descendido, el **Índice de Cifra de Negocios** en el subsector turístico presenta, con cifras corregidas de la estacionalidad, una caída intertrimestral del 0,8% en el tercer trimestre —si bien es una caída muy inferior a las registradas en los dos trimestres anteriores, con tasas negativas cercanas al 2%—, lo que sería indicativo de un menor gasto por turista.

*Caída más moderada del turismo procedente del exterior*

*Incremento del turismo interior*

*Continúa  
la destrucción  
de empleo*

Con respecto a la evolución del **mercado laboral**, la caída del empleo en el tercer trimestre, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, ha sido de 1,1%, lo que representa 190.400 puestos de trabajo menos que en el trimestre anterior. Es el ritmo más bajo de caída de los cuatro últimos trimestres. **Desde el inicio de la crisis ya se han perdido 1,6 millones de empleos equivalentes a tiempo completo.** Según la **Encuesta de Población Activa (EPA)** el ajuste ha sido del 0,7%, y de 133.000 empleos. Estas cifras contrastan llamativamente con las de **afiliación a la Seguridad Social**, según las cuales el recorte de empleo ha sido del 0,2% en el tercer trimestre, que equivale a tan solo 35.000 empleos menos (en todos los casos con cifras desestacionalizadas). En lo que sí hay coincidencia es en que la mayor pérdida de empleo, en términos relativos, ha sido en la construcción, seguida por la industria. Proporcionalmente, **la destrucción de empleo afecta más a los trabajadores autónomos que a los asalariados.** Entre los primeros, la destrucción de empleo fue del 10,6% en comparación interanual en el tercer trimestre, frente a un 6,5% en el caso de los segundos. Por otra parte, la destrucción de empleo asalariado se concentra, de forma desproporcionada, en los trabajadores con contrato temporal. De los 1,1 millones de asalariados que, según la EPA, han perdido su empleo en el último año (desde el tercer trimestre de 2008 hasta el tercero de 2009), solo 197.000 tenían contrato indefinido, es decir, más del 80% de los asalariados que han perdido el empleo son temporales.

*Descenso  
de la población  
activa*

Una de las evoluciones más destacables del mercado laboral es la referente a la **población activa**. Esta se ha reducido en 87.000 personas, según cifras desestacionalizadas, desde el cuarto trimestre de 2008. El descenso ha sido especialmente acusado en el tercer trimestre de este año, y pone de manifiesto dos hechos: por una parte, el **aumento de los «desanimados»**, y por otra, el **retorno de emigrantes a sus países de origen**. Más de la mitad del descenso de la población activa ha tenido lugar entre los trabajadores extranjeros. Este descenso de la población activa ha impedido que la tasa de paro aumentase en el tercer cuarto del año, en el que se mantuvo sin variación en el 17,9%. En cuanto a las previsiones, para el año actual se estima que el empleo podría descender un 6,5%, suavizándose la caída hasta un 2% el ejercicio próximo. Las tasas de paro de 2009 y de 2010 se situarán en el 18,5% y en el 20%, respectivamente.

En conclusión, el **ajuste de la economía española** en el tercer trimestre del año ha sido menos abrupto que en la primera mitad del ejercicio, pero eso no significa que estemos a las puertas de una nueva fase cíclica ascendente. El exceso de capacidad productiva en el sector de la construcción —y en los subsectores industriales relacionados con este— ha sido depurado en buena medida, pero no

completamente, por lo que el empleo seguirá sufriendo recortes. Esta circunstancia, por otra parte, constituirá uno de los factores que van a lastrar la recuperación de la confianza de los consumidores, y por tanto del consumo, durante todo el año próximo, junto con el hecho de que el segundo de los grandes desequilibrios de nuestra economía, el excesivo nivel de endeudamiento de las familias, solo ha sido corregido mínimamente. Además, la recuperación de la economía internacional no va a tener el alcance necesario para ofrecer aliento alguno a la nuestra.

Por otra parte, las entidades financieras tienen que terminar de sanear sus balances, muy deteriorados por el incremento de la morosidad ligada a las operaciones de crédito inmobiliario e hipotecario. Esta condición es imprescindible para poder vislumbrar un proceso consistente de recuperación sostenida en el tiempo y, mientras no se produzca, la economía nacional mantendrá un tono de debilidad que le impedirá volver a crear empleo. Finalmente, la necesidad de consolidación presupuestaria, en España igual que en el resto de los países desarrollados, va a suponer otro freno a la capacidad de crecimiento, ya que va a obligar a imprimir un sesgo restrictivo a la política fiscal en los próximos años. Como consecuencia de todo lo anterior, la **previsión de crecimiento** económico, que este año podría situarse en torno al -3,7%, no puede ir más allá del -1,1% en 2010.

*La capacidad de crecimiento va a ser muy limitada durante mucho tiempo*

### Mejora el déficit exterior pero empeora el déficit público

Una de las consecuencias de la profunda caída de la demanda es la corrección de nuestros principales desequilibrios, entre ellos el **déficit exterior**. El saldo comercial negativo acumulado de enero a septiembre ha sido un 50% inferior al registrado en el mismo periodo del año pasado, según las cifras de aduanas, como resultado de una caída de las importaciones, en cifras acumuladas, del 30%, frente a un recorte de las exportaciones de casi el 20% (aunque en los últimos meses se han producido incrementos mensuales en ambas variables). En términos reales, el descenso del déficit comercial ha sido algo menor, un 36%, lo que pone de manifiesto la mejora de la relación real de intercambio, derivada de una caída del precio de las exportaciones inferior a la de las importaciones (una variación del -6,3% frente a un -10%, respectivamente), como consecuencia de la evolución del precio de petróleo. No obstante, en los meses más recientes esta tendencia a la reducción del déficit comercial ha sido menos acusada que en la primera mitad del año, debido al fuerte repunte de las importaciones, que ha contrarrestado,

*Prosigue la corrección del déficit exterior*

en buena medida, el avance de las exportaciones. Con respecto al comercio de servicios, de acuerdo con las cifras de la balanza de pagos, se ha reducido ligeramente el superávit, a causa del menor excedente por turismo.

El déficit acumulado entre enero y septiembre de las balanzas de rentas y de transferencias también se ha reducido ligeramente, de modo que el déficit por cuenta corriente ha registrado un descenso del 48%. En consecuencia, el déficit corriente acumulado en los tres primeros trimestres del año representaba un 5,5% del PIB de dicho periodo frente a un 10,1% en el mismo periodo del año anterior. Gracias a dicho descenso del déficit corriente, las necesidades de financiación exterior de nuestra economía entre enero y septiembre han disminuido un 48%, hasta 39.700 millones de euros.

*Modificación  
del patrón  
de financiación  
exterior*

Como ya se señaló en informes anteriores, el patrón de financiación exterior del déficit corriente se modificó desde agosto de 2007 por efecto de la crisis, de tal modo que pasó de sustentarse en los flujos de inversión de cartera —dentro de los cuales se encontraban los activos de titulización hipotecaria— durante la etapa expansiva, a hacerlo en los flujos de la rúbrica de otras inversiones —dentro de las cuales se encuentran los préstamos del Banco Central Europeo—. Entre enero y agosto del año actual se ha pasado, de nuevo, a una financiación apoyada básicamente en los **flujos de inversión de cartera**, pero no porque estos hayan crecido —pues se mantienen en niveles muy cercanos a los del mismo periodo del año pasado— sino porque las entradas netas de recursos por otras inversiones se han recortado drásticamente. El total de flujos de entrada por la Cuenta Financiera entre enero y septiembre ha descendido desde 55.000 millones de euros en 2008 hasta 23.000 millones este año, de modo que, aunque las necesidades de financiación también han descendido, **la entrada de flujos financieros ha sido insuficiente** para cubrirlas en su totalidad.

*La caída  
de la inversión  
reduce las necesidades  
de financiación*

Desde el punto de vista del equilibrio entre el ahorro y la inversión, la corrección del desequilibrio exterior y el consiguiente descenso de nuestras necesidades de financiación proceden de un descenso de la FBCF, que ha pasado de representar el 30% del PIB en los tres primeros trimestres de 2008, al 25,3% en el mismo periodo de este año. El volumen total de ahorro del conjunto de la economía se mantiene en un nivel, con relación al PIB, muy semejante al del pasado año, en torno al 20% del PIB, aunque la composición del mismo se ha modificado sustancialmente: el ahorro de los hogares se ha disparado hasta una tasa del 17,5% de su renta bruta disponible frente a tasas de cerca del 11% antes de que comenzara la crisis, mientras que el de las AA.PP., que hasta el año pasado fue positivo, se ha vuelto acusadamente negativo como consecuencia de la escalada del

déficit público. En suma, la caída de la inversión, unida al mantenimiento del ahorro nacional, ha supuesto un **recorte de las necesidades de financiación** de nuestra economía.

En lo que se refiere al **déficit público**, su ascenso ha sido imparable a lo largo del presente ejercicio, debido tanto al desplome de los ingresos como a la aceleración del gasto. Así, los ingresos del Estado acumulados entre enero y octubre de este año han sido un 21% inferiores a los del mismo periodo del pasado año, en tanto que los gastos son superiores a los de 2008 en una cuantía similar, con lo que el déficit se ha incrementado hasta situarse en casi 60.000 millones de euros. Este comportamiento es consecuencia, en parte, del juego de los estabilizadores automáticos, y, en parte también, de las medidas discrecionales de estímulo fiscal adoptadas por el Ejecutivo. Además, en el caso de los ingresos, a dichas razones habría que añadir la desaparición de los recursos extraordinarios que ha recibido nuestra Hacienda Pública a lo largo de estos últimos años, ligados a la expansión inmobiliaria. La extinción de estos ingresos tiene un carácter, además, permanente, por lo que deja al descubierto un agujero estructural en nuestras Cuentas Públicas de entorno al 6% ó 7% del PIB. Aunque en el mes de octubre se ha percibido cierta moderación en la caída de los ingresos —en los meses centrales del año han estado cayendo a tasas superiores al 25%—, esto no va a impedir que en los meses restantes del año continúen deteriorándose las Cuentas del Estado, de modo que se puede prever un déficit, para el conjunto de las AA.PP., del 12%, que puede llegar a reducirse en dos puntos porcentuales en 2010.

La tasa de **inflación**, que desde el mes de marzo se ha movido en tasas negativas como consecuencia, fundamentalmente, de los fuertes efectos escalón en los precios de los productos energéticos, ha presentado una tendencia descendente hasta el mes de julio, en el que alcanzó un mínimo histórico del -1,4%. A partir de dicho mes, la tendencia se ha revertido y en noviembre ha retornado a tasas positivas. La **tasa subyacente**, en cambio, se ha movido constantemente a la baja, igualmente hasta mínimos históricos, aunque sin llegar en ningún momento a tasas negativas. En el mes de octubre se situó en el 0,1%. Esta evolución es el reflejo de la **desaparición de las tensiones alcistas sobre los precios** derivada de la falta de pulso de la demanda nacional. El **diferencial con la zona euro** se ha vuelto negativo, es decir, favorable a España, tanto en el índice general como en el subyacente.

La tasa de crecimiento del **deflactor del consumo de los hogares**, un indicador de inflación muy próximo al crecimiento del IPC, presenta una evolución muy pareja a la de este último. Es muy interesante observar que, si en lugar de fijarnos en la tasa interanual,

*Imparable ascenso del déficit público*

*La tasa de inflación vuelve a ser positiva*

atendemos a la evolución de la tasa intertrimestral del deflactor corregido de efectos estacionales, podemos comprobar que, en el tercer trimestre, se ha producido un crecimiento positivo, después de tres trimestres de crecimientos negativos. Esto podría ser un indicio de que la evolución más reciente de los precios al consumo —que queda enmascarada en las tasas interanuales, como son las tasas de inflación medidas sobre el IPC— puede haber cambiado de signo, lo que puede reflejar, en cierta medida, una menor presión a la baja sobre los precios como fruto de una contención de la caída de la demanda. Probablemente el ejercicio termine con una tasa media de inflación de un -0,3%, pero en 2010 esta se elevará hasta un cifra positiva del 1,2%, debido tanto a la finalización de las distorsiones que a lo largo del presente año ha introducido el precio de la energía sobre el índice general como a una tasa subyacente algo más elevada a causa de la estabilización del consumo.

El **Índice de Precios Industriales**, que nos informa de las tensiones inflacionistas por el lado de los costes, también ha cambiado de tendencia y ahora se mueve al alza, aunque aún permanece en negativo. En octubre se situó en el -4,2%. El índice que excluye energía y alimentos, componentes muy volátiles que han inducido considerables efectos escalón sobre el índice general a lo largo del último año, presenta también una tasa negativa, aunque más elevada, un -2,9%, y también en tendencia ascendente. Las caídas de los precios se concentran en productos que utilizan el petróleo como materia prima (caucho y plásticos, productos químicos), muy intensivos en energía (papel) o estrechamente ligados a la construcción (material eléctrico).

#### *Crecimiento excesivo de los costes laborales*

La caída de la tasa de inflación, hasta cifras incluso negativas en el índice general, tiene el efecto positivo de que ayuda a los hogares a recomponer sus finanzas. Pero tiene el inconveniente de que, unido a unos **costes laborales** que, completamente insensibles a la situación de debilidad del mercado de trabajo, han seguido creciendo a un ritmo inadecuado para las condiciones de nuestra economía, representa un **estrechamiento de los márgenes empresariales** muy perjudicial para la recuperación de la actividad productiva. La **remuneración media por asalariado** a tiempo completo, de acuerdo con las cifras de la Contabilidad Nacional, ha crecido, a lo largo de todo el año, a tasas interanuales de en torno al 4%, por debajo de los crecimientos recogidos el año pasado, lo que, pese al incremento de la productividad, ha supuesto un aumento de los costes laborales unitarios por encima de los registrados por el deflactor del PIB. Esta insensibilidad de los salarios al ciclo económico dificulta enormemente los ajustes que necesita realizar la economía para salir de la crisis e iniciar una nueva fase de crecimiento y de creación de empleo. Una vez más, hay que insistir en que se está desaprovechando

la oportunidad que nos brinda la caída de la tasa de inflación para moderar los salarios sin que estos pierdan poder adquisitivo, lo que favorecería considerablemente la recuperación de la economía y de la competitividad perdida.

### La solución sigue estando en las reformas estructurales

Los **primeros indicios de recuperación económica** en varios de los países de nuestro entorno parecen ser ya un hecho constatado. La aplicación de las políticas de estímulo acometidas en economías como la alemana o la francesa parecen estar dando sus primeros frutos con crecimientos positivos del PIB en los dos últimos trimestres de 2009. No obstante, las tasas de variación del PIB para los grandes países avanzados —positivas— resultan un tanto ilusorias. En circunstancias excepcionales de crisis, estas tasas no tienen el mismo contenido informativo para apreciar la intensidad del ritmo de actividad como sería en el contexto del ciclo coyuntural habitual. Es mejor evaluar la situación en la que se encuentran las economías desde el nivel del PIB del que se arranca y tener en cuenta a qué nivel se puede llegar. Entonces nos encontramos con que los países avanzados, si se cumplen los pronósticos, a finales del próximo ejercicio sólo habrán recuperado una modesta parte de la producción perdida durante la recesión.

En España las medidas dirigidas a retomar la senda de crecimiento del pasado parecen no estar teniendo el impacto deseado e incluso están repercutiendo negativamente sobre algunas variables fundamentales para el crecimiento. Así, el **desenfrenado aumento del déficit público** y su financiación con deuda pública no hará más que retrasar la salida de la crisis a corto plazo —debido a la merma del ahorro nacional y, con ello, de las posibilidades de inversión— al tiempo que limita el crecimiento en el futuro. La imposibilidad de mantener las elevadas tasas de endeudamiento, tanto público como privado, que impulsaron la demanda interna en la fase expansiva del ciclo económico obliga a reflexionar sobre cuestiones ineludibles en este momento, y ya planteadas en innumerables debates, como son las **asimetrías estructurales** que tanto distinguen a nuestra economía de la de algunos de nuestros socios europeos y que, a la vista está, nos hacen más vulnerables ante *shocks* negativos de oferta como los acaecidos recientemente.

El estímulo del crecimiento potencial de la economía española obliga a acometer **reformas** que incidan en la mejora de la productividad de todos los factores productivos y que fomenten los procesos de inversión, sin olvidar que estos cambios son fruto de

*Primeros indicios de recuperación económica en varios países de nuestro entorno*

*Las asimetrías estructurales de nuestra economía nos hacen más vulnerables ante shocks negativos de oferta*

*Es necesario formular medidas de oferta que mejoren el crecimiento*

un largo recorrido cuyos resultados pueden tardar tiempo en aparecer. Una vez asumida la imposibilidad de estimular la demanda agregada apelando al endeudamiento, los esfuerzos de los ámbitos tanto público como privado deberían alinearse y converger en la formulación de una batería de **medidas de oferta** orientadas a mejorar el crecimiento de forma intensa y sostenible en el tiempo. Así, la organización del mercado laboral en España difiere de la de otras economías con mayor nivel de empleo cuya flexibilidad y sensibilidad salarial permite un ajuste menos doloroso en términos de pérdida de puestos de trabajo que en nuestro país.

*La aplicación del modelo alemán de trabajo reducido en España resultaría ineficiente*

Ante la inminente necesidad de paliar la destrucción de empleo en España algunos colectivos han apelado a la importación de medidas utilizadas en otros países como el denominado **modelo alemán de trabajo reducido**. Este permite a las empresas mantener el empleo a partir de la reducción de la jornada laboral y, en consecuencia, la retribución de los trabajadores, mientras que el empleado mantiene su poder adquisitivo al ser compensado por el sector público por la parte restante de su salario. Sobre sus posibilidades de aplicación al mercado de trabajo en España es necesario mencionar, en primer lugar, que esta medida no fue diseñada, en ningún caso, como fórmula anticrisis, ya que forma parte de la política de empleo alemana desde la posguerra mundial y, por lo tanto, el objetivo de la misma no es contrarrestar el paro cíclico sino evitar los costes de transacción asociados a la búsqueda y contratación de fuerza laboral ante determinadas contingencias de carácter temporal que pueden afectar al tejido productivo. En segundo lugar, y más importante: la estructura productiva alemana nada tiene que ver con la de nuestro país, pues mientras su economía se apoya en la demanda exterior de bienes con alto valor añadido, el crecimiento de la economía española ha descansado, principalmente, sobre el sector de la construcción. Esta medida puede resultar, por lo tanto, efectiva en la economía germana, ya que la recuperación internacional reactivará las exportaciones, lo que, a su vez, estimulará la inversión en bienes de equipo y la creación de empleo, evitando así la pérdida de competitividad de las empresas. En España, su aplicación resultaría del todo ineficiente, ya que, por un lado, el agotamiento del modelo productivo imposibilitaría la reabsorción de todo el empleo destruido por parte de la actividad constructora y, por otro, el coste de oportunidad de los recursos públicos destinados a mantener el empleo artificial derivado de esta medida, resultaría, en esta etapa del ciclo, muy elevado. Como resultado obtendríamos una mejora cosmética del desempleo pero con el coste de diferir las situaciones de ajuste al nuevo contexto y de aumentar, fuertemente, el gasto público, máxime cuando este tipo de fórmulas son propensas al fraude.



La **obsolescencia y la rigidez del marco regulatorio en nuestro mercado de trabajo** y el **notable nivel de empleo de baja cualificación** justifican, en buena medida, la elevada tasa de paro actual y explican la baja productividad del factor trabajo, lo que merma nuestra capacidad competitiva en los mercados internacionales. La **reforma del mercado de trabajo** debería priorizar la supresión de la brecha existente con relación a los costes del despido, ya que esta dualidad, derivada del alto grado de proteccionismo de los trabajadores con mayor tiempo de permanencia en las empresas, sigue dificultando el ajuste entre la oferta y la demanda de trabajo insensibilizando el mismo respecto a la coyuntura. En este sentido, la corrección en el mercado se ha realizado de forma notablemente asimétrica al producirse por la vía del despido de los trabajadores temporales a un coste prácticamente nulo. Los **altos costes del despido** de los trabajadores más antiguos condicionan las nuevas contrataciones, distorsionan las decisiones relacionadas con la movilidad geográfica e interempresarial de los trabajadores más antiguos y dificultan el acceso al mercado de los colectivos más representativos en la contratación temporal, como son las mujeres, los jóvenes y los inmigrantes. La **productividad** se ve perjudicada por la segmentación del mercado de trabajo, ya que el blindaje que ofrecen las elevadas indemnizaciones a los trabajadores más antiguos desincentiva el esfuerzo y la formación de los mismos. Todos los analistas están de acuerdo en que la opción más oportuna para terminar con la dualidad en el mercado de trabajo, e introducir cierto grado de flexibilidad, empieza por **eliminar la distinción contractual entre los trabajadores temporales y los fijos**, estableciendo un **contrato de tipo universal** cuyas indemnizaciones por despido se acotasen en unos 20 días por año trabajado. En aras de mejorar la competitividad de la economía debería sustituirse el vínculo entre la inflación y la retribución salarial, contemplado en la negociación colectiva, para establecerlo entre la productividad y los salarios con el objetivo de mejorar el nivel de producción por hora trabajada y, en definitiva, de impedir la espiral salarios-precios, tan perjudicial para la economía. No obstante, las intenciones de los poderes públicos parecen ir por el lado contrario, tal y como se advierte en la Ley de Economía Sostenible, cuyo contenido rechaza abiertamente cualquier reforma que disminuya el grado de protección de los trabajadores a pesar del nivel de desempleo actual.

Dada la correlación positiva que existe entre la formación de capital humano y la productividad, urge la necesidad de **reorientar el sistema educativo** hacia programas formativos que impulsen la **cualificación** y la **especialización** de los trabajadores según

*Los altos costes del despido condicionan las nuevas contrataciones, distorsionan las decisiones de movilidad geográfica e interempresarial y dificultan el acceso al mercado de las mujeres, de los jóvenes y de los inmigrantes*

*Es fundamental la coordinación entre los agentes que diseñan los programas formativos, las necesidades de las empresas y las políticas activas de empleo*

*Hay que fomentar la actividad emprendedora*

*El objetivo de alcanzar la estabilidad presupuestaria en 2013 es una quimera por el elevado déficit público estructural*

las exigencias de los avances tecnológicos y de los cambios de la estructura productiva de la economía. En este sentido, debería existir una estrecha coordinación entre los agentes encargados del diseño de los programas formativos, de las necesidades de las empresas y de las políticas activas de empleo. El agotamiento del *boom* de la construcción ha desembocado en la destrucción masiva de empleo, afectando especialmente a los trabajadores menos cualificados. La reasignación intersectorial del factor trabajo sólo será posible si se proporciona el acceso a los **programas formativos adecuados** capaces de dotar a los trabajadores de **nuevos conocimientos y habilidades** aplicables a otras industrias.

El sistema educativo en España exhibe una fuerte carencia de contenidos orientados a estimular la **iniciativa individual**, el **autoempleo** y la **innovación**. Desde este ámbito, deberían promoverse los programas que doten 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 representa la **innovación** de productos y de procesos.

La política fiscal expansiva aplicada por el sector público en el ejercicio anterior, junto con el deterioro de los ingresos públicos como consecuencia de la caída de la actividad, ha disparado el **déficit público**, estimado en un 12 por 100 del PIB para el año 2009. El objetivo de alcanzar la estabilidad presupuestaria en 2013, tal y como ha impuesto la Comisión Europea, se convierte en una quimera si se tiene en cuenta que cerca del 60 por 100 de dicho déficit en España es estructural. Esto quiere decir que, cuando se inicie la recuperación económica, el efecto de los estabilizadores automáticos provocará la desaparición de una reducida proporción del déficit público, la parte atribuible al ciclo económico. El compromiso de cumplir con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento obliga, en primer lugar, a contener el gasto público corriente, sin ningún tipo de repercusión sobre la competitividad de la economía, al tiempo que deberían acometerse las reformas estructurales pertinentes que contribuyan a la sostenibilidad de unas finanzas públicas saneadas que favorezcan —no que hipotequen— el crecimiento económico en el futuro.

En este sentido, además de las reformas laborales y educativas, apremia una **reforma fiscal** que introduzca los incentivos adecuados para revertir la situación actual. Deberían acometerse, por lo tanto, transformaciones en el diseño del sistema impositivo con relación, fundamentalmente, a la inversión de las empresas y al

ahorro de los hogares. Sin embargo, se ha optado en los últimos Presupuestos Generales del Estado por penalizar el ahorro al subir el tipo de gravamen al que tributan las rentas del capital en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por otro lado, sería recomendable alinear el tipo impositivo del Impuesto sobre Sociedades con el tipo aplicable en los países de nuestro entorno europeo, cuya media se acerca al 25 por 100. Por ello, la reducción en 5 puntos del tipo aplicable al primer tramo de la base imponible de las PYMES se debería aplicar, con carácter general, a la totalidad de las empresas, sin excepción alguna, con objeto de favorecer los flujos de autofinanciación y reducir la desventaja competitiva que tienen nuestras empresas frente a las de otros países con una fiscalidad más razonable.

En cuanto al **aumento de la presión fiscal indirecta** que introducirá la subida del IVA, si bien es cierto que, en el corto plazo, la medida puede dinamizar el consumo —dado que los hogares anticiparían sus compras a la entrada en vigor de la subida impositiva—, en el largo plazo contribuirá a deprimir, aún más, el consumo privado y, en la medida en que repercute en los márgenes empresariales, a desincentivar la inversión. La elevada capacidad recaudatoria del IVA, la mayor neutralidad relativa frente a la tributación directa y el inferior tipo con relación a los países europeos, son los argumentos que avalan la subida de esta figura tributaria. Los mismos serían válidos si el aumento del impuesto que grava el consumo fuera compensado con la reducción de los impuestos más vinculados con la competitividad, como son el Impuesto sobre Sociedades o las cotizaciones sociales.

En España, las **contribuciones a la Seguridad Social a cargo del empleador** se sitúan cinco puntos por encima de la media europea, mientras que la tendencia en el resto de Europa es de claro recorte. Su reducción ayudaría a aumentar la competitividad de las empresas, ya que las cotizaciones se incorporan en los costes de producción nacionales, y no en los costes de las importaciones de otros países; su existencia implica una desventaja competitiva, siendo el efecto de la medida equivalente a una devaluación de nuestro tipo de cambio efectivo real. Como el empleo es el principal determinante de la renta, la reforma lograría frenar la sangría del empleo de los colectivos cuya demanda sea más sensible al salario —los menos cualificados—, con lo que tendríamos una mejora del bienestar concentrada en los colectivos con mayor riesgo de exclusión laboral, que, en caso de no encontrar empleo, serían demandantes netos de gasto social, lo que significa la mejora global de la equidad y de las finanzas públicas a medio plazo. Además, se frenaría el actual trasvase que se está produciendo a la economía

*El tipo impositivo del Impuesto sobre Sociedades debería alinearse con el tipo que se aplica en los países de nuestro entorno*

*La subida del IVA debería compensarse con la reducción de los impuestos más vinculados con la competitividad*

*La reducción de las contribuciones a la Seguridad Social a cargo del empleador mejorarían la competitividad y frenarían la sangría del empleo*

*Hay que impulsar  
el proceso  
de liberalización  
de la economía*

sumergida con el consiguiente ensanchamiento de las bases de cotización, al abaratare, en términos relativos, la contratación regular respecto a la sumergida.

El proceso de **liberalización** que se ha llevado a cabo en España ha supuesto un avance fundamental para la economía con resultados positivos sobre el bienestar social. Sin embargo, no hay que dar por finalizado este proceso ni escatimar los esfuerzos para que los beneficios de la liberalización se extiendan a todos los sectores. Así, debería modificarse el rígido marco regulatorio que legisla la distribución comercial, sobre todo en lo referente a los horarios comerciales. La liberalización de los mismos introduciría un mayor grado de competencia, lo que, en definitiva, se traduciría en menores precios y más variedad de productos. A pesar de la apertura a la competencia del transporte de mercancías por ferrocarril, el número de empresas que operan en el mismo es, todavía, reducido debido, fundamentalmente, a los estrictos requisitos que han de cumplir los operadores para la obtención de las licencias. Para fomentar la competencia no sólo intermodal sino también intramodal, sería deseable reducir o eliminar 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.

*El Estado no debe  
planificar la economía:  
la Ley de Economía  
Sostenible no aborda  
las profundas reformas  
estructurales pendientes*

La **Ley de Economía Sostenible**, anunciada por el Gobierno, ha defraudado. En primer lugar, por su carácter de «ley». El Estado no debe planificar la economía, sino que deben ser los agentes económicos (las familias, las empresas, las instituciones) quienes tomen las decisiones sobre dónde invertir y qué producir. Cualquier tipo de **intervención** sólo acabará incrementando el **gasto público** y generando **ineficiencias** y **desincentivos**. Por esta razón, la única forma de configurar un **nuevo patrón de crecimiento** sostenible pasa por **desregular**, **flexibilizar** y sustituir las montañas de gasto por **bajadas de impuestos**, para liberar las fuerzas de la **competencia** y de la **competitividad**, que son las únicas que, en verdad, nos pueden garantizar una prosperidad sostenible. En segundo lugar, no parece que vaya a abordar las profundas **reformas estructurales pendientes** en materias como finanzas públicas, pensiones, sanidad, suelo, educación o mercado laboral, y que son necesarias para volver a la senda del crecimiento. El coste de oportunidad es demasiado alto para que esta Ley sea el punto de inflexión de la crisis. Se ha dicho de ella que es un cajón de sastre con medidas y reformas, muchas de ellas de corto alcance, ya anunciadas en el pasado y que hubieran sido más efectivas si se hubieran puesto en marcha en su momento. Además, la mayoría de las medidas deberán ser desarrolladas en el futuro, con lo que no dejan de ser una mera declaración

de intenciones; en relación con ello, por ejemplo, es muy preocupante la vida útil máxima que se concede a nuestro parque de energía nuclear.

Entre las medidas que resultan acertadas destacan las **reducciones de los plazos y de los costes para crear empresas**, el **limitado aumento de las deducciones fiscales por I+D+i y ambientales**, la **mejora de determinados reguladores**, el **impulso al transporte ferroviario de mercancías**, la **mejora de la justicia**, **algunos aspectos del mercado laboral**, etc. Tampoco parece negativo que se cree un grupo especial de evaluación del gasto que haga «recomendaciones» y que se plantee un **plan de austeridad en el gasto** y la **racionalización del sector público**. También se pretende penalizar a los ayuntamientos que no liquiden y publiquen sus cuentas, cortándoles la financiación. Parece muy positivo que se simplifiquen las relaciones de las empresas con las Administraciones. Asimismo, cualquier reforma del sistema financiero que mejore los **mecanismos de regulación y de supervisión** debe ser bienvenida. Por su parte, la **supresión de la deducción por compra de vivienda** será una inoportuna carga procíclica en el proceso de ajuste del sector, aunque, a cambio, se acierta en mejorar ligeramente las deducciones por alquiler. Sigue siendo muy preocupante que se insista en el error de plantear, por ley, que la vida útil de una central nuclear sea sólo de 40 años, cuando técnicamente pueden operar, con total garantía y seguridad, mucho más tiempo, lo que supondrá la reducción de nuestro PIB potencial, ya que la apuesta planteada por las subsidiadas energías renovables implica el inevitable aumento de los costes energéticos. Por desgracia, otra medida —el pago de 30 días de proveedores de la Administración— no se podrá realizar hasta 2013, pero con la trampa de que es posible que se aplace si hay acuerdo entre las partes, lo que acabarán aceptando la mayoría de las empresas por presiones de la Administración.

Para posicionar bien a las economías de cara al futuro, hay que profundizar en las **reformas estructurales de largo alcance** como las laborales, educativas, fiscales, energéticas, presupuestarias, etc., que se han iniciado en los últimos años y aplicar las numerosas medidas de relieve que aún se encuentran en lista de espera. Estas reformas sólo podrán asumir los retos con eficacia si disponen de un **tejido productivo moderno** y de un suficiente grado de **flexibilidad** y de **capacidad de ajuste**, además de alcanzar y mantener **altos niveles de productividad** en todos los factores, así como de **competitividad** y **localización** de las empresas (para abrir mercados y atraer inversiones directas). La salida de la crisis no puede producirse por un fuerte incremento de la demanda interna, puesto que estamos

*Las reducciones de plazos y de costes para crear empresas, el limitado aumento de las deducciones fiscales por I+D+i y ambientales, la mejora de determinados reguladores, el impulso del transporte ferroviario de mercancías... son medidas acertadas*

*Para posicionar bien a las economías de cara al futuro, hay que profundizar en las reformas estructurales de largo alcance*

*Si queremos salir de la crisis, debemos aumentar nuestras exportaciones*

sobreendeudados y con un preocupante riesgo de *crowding out* si no se ajustan nuestras finanzas. La salida se debe producir mediante el **aumento de nuestras exportaciones**, esto es, con el impulso y la iniciativa de las **empresas privadas**, y por medio de **procesos de inversión y de ajuste** que nos preparen para la salida de la crisis.

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)