

La crisis de la economía española

José Ramón de Espínola

Entre 1995 y 2007, la economía española registra un largo período de crecimiento del producto y el empleo, la renta y el gasto, crecimiento no exento de importantes desequilibrios.

Entre ellos, destaca el creciente desajuste que se va dando entre el gasto nacional y el producto (PIB), que implica un déficit cada vez mayor en el intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo (las importaciones son muy superiores a las exportaciones).

Ello implica, a su vez, el exceso del gasto nacional respecto de la renta nacional disponible y, por tanto, una creciente insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión, con el consiguiente endeudamiento de la economía española frente al resto del mundo.

En el comportamiento expansivo del gasto nacional destaca el muy intenso crecimiento de la compra de viviendas (en parte como inversión especulativa) y el fuerte crecimiento del consumo final. Pero, con este patrón, el gasto de los españoles no afronta importantes carencias de la economía española (en capital humano y tecnológico), que frenan el crecimiento de la productividad e impiden el desarrollo de ramas de la industria y los servicios intensivos en tecnología y conocimiento.

En el lado de la producción, el crecimiento ha sido protagonizado por el sector de la construcción (la principal locomotora del período) y los servicios de mercado más orientados al consumo final. En

cambio, el sector industrial (por falta de capacidad productiva y competitividad) no ha empujado como los citados sectores el dinamismo productivo. Ello explica que el déficit exterior en el intercambio de bienes y servicios se derive principalmente del intercambio de productos industriales

*el pinchazo de la burbuja
inmobiliaria, el creciente
endeudamiento de los
hogares y las empresas
y el muy elevado déficit
de la balanza de pagos,
son manifestaciones de la
contradicción entre el patrón
de gasto y el modelo
productivo*

que la industria española produce de forma muy insuficiente: productos industriales no sólo intensivos en tecnología y conocimiento, sino también intensivos en mano de obra poco cualificada.

De modo que el patrón de gasto de la economía española, con su exagerado énfasis en la inversión en viviendas y consumo final e insuficiente esfuerzo educativo y tecnológico, no ha contribuido a superar las debilidades del modelo pro-

ductivo, en el que destaca el pobre crecimiento de la productividad y el insuficiente comportamiento de la industria y los servicios más orientados a la producción.

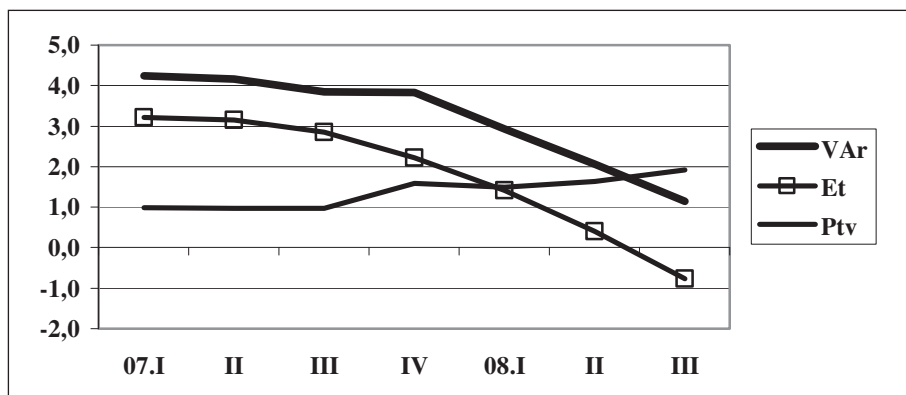
En consecuencia, el crecimiento de la economía española, si bien ha generado mucho producto y empleo, renta y gasto, ha ido acumulando desequilibrios, haciéndose insostenible en el tiempo. A medida que se han ido logrando mayores cotas de producto, renta y empleo han ido surgiendo desajustes entre gasto y producto, inversión y ahorro, importaciones y exportaciones, generándose inflación y endeudamiento exterior, todo lo cual crea un *caldo de cultivo* para que la dinámica económica entre en crisis.

El inicio de la crisis

Producto y empleo. Tras trece años de crecimiento, la economía española en 2008 asiste a un rápido y drástico cambio de coyuntura. A medida que el INE publica los datos trimestrales de la Contabilidad Nacional de España (CNTR), va aflorando un nuevo escenario, muy diferente del de años anteriores. El PIB registra una acusada desaceleración de su crecimiento, registrando tasas de crecimiento intertrimestral negativas en la segunda mitad de 2008 y perspecti-

La crisis de la economía española

GRÁFICO 1.—*Producto, empleo y productividad: tasas de variación interanual*



El gráfico expresa la caída de las tasas de variación de producto (PIB) y empleo (Et), más intensamente la de éste. Elaboración propia con datos de CNTR.

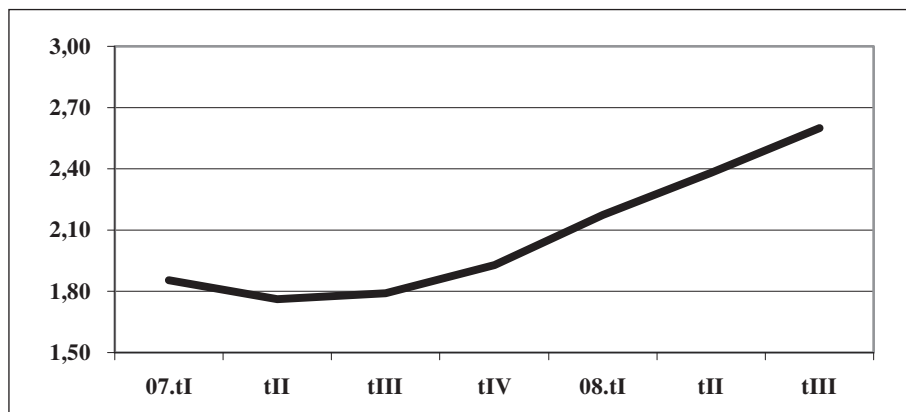
vas todavía más negativas para 2009. El análisis de la dinámica productiva de los sectores pone de manifiesto un comportamiento especialmente débil en la industria y sobre todo en la construcción (estalla la burbuja inmobiliaria al dejar de crecer los precios de las viviendas y hundirse la demanda especulativa de viviendas).

Como consecuencia del creciente debilitamiento de la actividad productiva, el empleo total de la economía española desciende a lo largo de 2008, siendo especialmente destacada la pérdida de empleos que se registra en la construcción (en los tres primeros trimestres de 2008, según la CNTR, el sector pierde 313 miles de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo), pérdida que sólo en parte es palia-

da por el aumento de empleo que sigue dándose en los servicios. Esta pérdida de empleo, unida al crecimiento de la población activa que sigue dándose, hace que aumente mucho la cifra de parados, que de 1,8 millones en el tercer trimestre de 2007 pasa a 2,6 millones en el tercer trimestre de 2008 y unos 3 millones a final de 2008, con perspectivas muy sombrías para 2009.

El gasto. Contemplada la dinámica económica desde el lado del gasto, se aprecia que a lo largo de 2008 tiene lugar una intensa desaceleración del gasto nacional. Tanto el consumo final de los hogares como especialmente la inversión reducen intensamente su crecimiento, que en el caso de esta última se convierte en negativo a partir del segundo trimestre de 2008. El mal

GRÁFICO 2.—Evolución del paro (miles) en los últimos trimestres



El volumen de paro aumenta mucho desde el cuarto trimestre de 2007.

Siendo el paro la diferencia entre los activos y los ocupados, el aumento del paro se explica por dos motivos: porque desciende el empleo y porque aumenta la población activa. Elaboración propia con datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

comportamiento de la inversión obedece principalmente al muy intenso descenso de la compra de viviendas, pero también a que la inversión en bienes de equipo registra tasa interanual negativa desde el tercer trimestre.

El debilitamiento del gasto provoca la caída de la tasa de crecimiento del PIB y del empleo. Como se ha señalado anteriormente, la caída del empleo, por un lado, y el crecimiento de la población activa, por otro, elevan mucho el paro. En octubre de 2008, Eurostat (Oficina estadística de la UE) indica que la tasa de paro (porcentaje de activos sin empleo) en España alcanza el 12,8% (la más alta de la UE), con

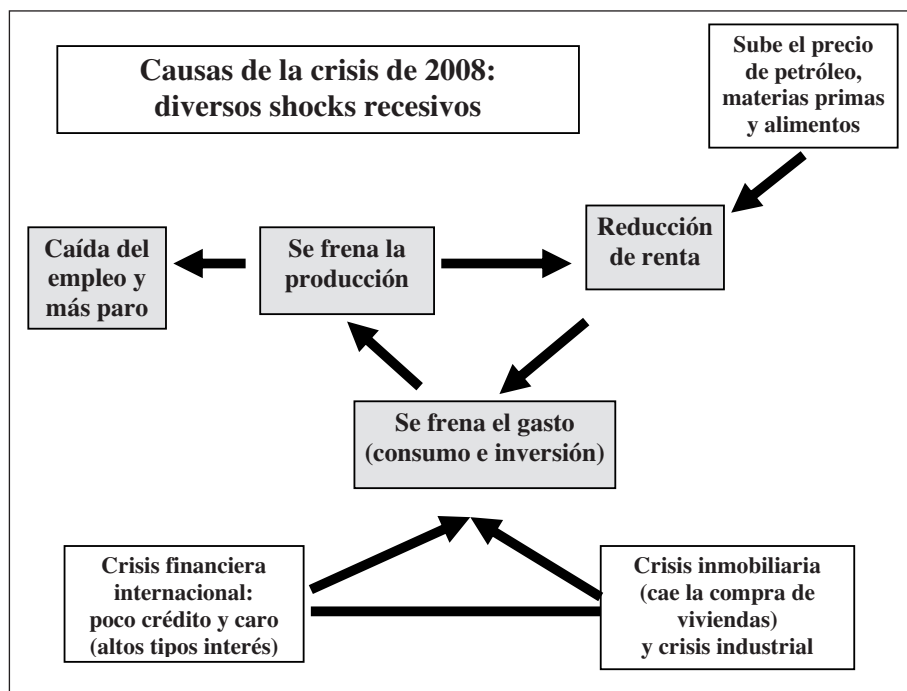
perspectivas de evolución muy negativas según importantes instituciones (Comisión Europea, FMI, OCDE, etc.), apuntando algunas estimaciones a tasas por encima del 15% a finales de 2009.

Factores desencadenantes de la crisis

El inicio y la rápida extensión de la crisis económica se explican por una confluencia de causas: por un lado, la acumulación de desajustes estructurales y macroeconómicos, de carácter endógeno, y, por otro lado, un conjunto de perturbaciones recesivas (*shocks*), de carácter exógeno.

La crisis de la economía española

CUADRO 1.—Causas de la crisis



El producto, el empleo, la renta y el gasto son afectados negativamente por diversos e intensos *shocks*. Por ello, la economía española entra en una dinámica recesiva. Elaboración propia.

La contradicción entre el patrón de gasto y el modelo productivo.

En primer lugar, es preciso referirse al componente endógeno de la crisis. Ya en 2007 se dan signos de agotamiento del largo ciclo expansivo mantenido por la economía española, siendo cada vez más patentes los desajustes estructurales y macroeconómicos. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria (por la desaceleración primero y la posterior caída de los precios de las vivien-

das), el creciente endeudamiento de los hogares y las empresas, el muy elevado déficit de la balanza de pagos, son manifestaciones de la contradicción entre el patrón de gasto (polarizado en la compra de viviendas y el consumo final, con insuficiente esfuerzo en educación y tecnología) y el modelo productivo (con pobre crecimiento de la productividad, derivado del insuficiente desarrollo de las ramas industriales y servicios avanzados).

A esta contradicción han contribuido no únicamente las poco oportunas condiciones financieras establecidas por el Banco Central Europeo (por la abundante financiación y el bajo tipo de interés básico establecido en años anteriores) y la fuerte competencia y ritmo innovador del sistema financiero, sino también las insuficientes reformas estructurales emprendidas por los sucesivos gobiernos españoles, tanto en el mercado de productos (para lograr mayor competencia en los servicios), como en el mercado de factores (para obtener mayor cualificación profesional, flexibilidad salarial y movilidad laboral).

El dinamismo económico español no podía sostenerse indefinidamente, pues *a medida que avanzaba ponía las bases de su propio final*: era cada vez más vulnerable, al ser incompatibles a largo plazo el patrón de gasto y el modelo productivo. Los desequilibrios acumulados por el dispar comportamiento del gasto y el producto constituían el mejor *caldo de cultivo* de la crisis.

El estallido de la burbuja inmobiliaria. Sin duda, un factor endógeno de incidencia inmediata en el inicio y evolución de la crisis ha sido el estallido de la burbuja inmobiliaria. El crecimiento de los precios de la vivienda, desacelera-

do desde años anteriores, se sitúa por debajo de la inflación en 2008, alcanzando crecimiento nulo en el tercer trimestre de este año, y descensos en el cuarto trimestre. Ello interactúa con la demanda de viviendas y explica la brusca caída de las viviendas iniciadas, que de 70.000 mensuales en diciembre de 2006 pasan a iniciarse unas 30.000 en junio de 2008; es decir, caen las viviendas iniciadas más de la mitad en sólo año y medio. Y se estima que en 2009 las viviendas mensuales iniciadas serán todavía muy inferiores (menos de 15.000).

Cabe destacar la perturbación recesiva que genera este drástico reajuste de la producción de viviendas, pues, por un lado, reduce el empleo y la renta de los trabajadores afectados y, por otro lado, cae la actividad de las múltiples ramas (industriales y de servicios) relacionadas con la construcción de viviendas. De manera que el *sobredimensionamiento* del sector productor de viviendas, impulsado por la burbuja inmobiliaria, una vez disuelta ésta, genera un intenso y necesario reajuste productivo, que activa la crisis.

El encarecimiento del petróleo, las materias primas y alimentos. Otro factor recesivo para las economías dependientes de la importación de petróleo (como es el caso

de la economía española) ha sido el espectacular crecimiento del precio del petróleo¹. Ello ha implicado una merma de renta disponible de los hogares (a través del encarecimiento de los productos energéticos) y el crecimiento de los costes de producción de las empresas (que de forma generalizada utilizan *inputs* energéticos). La fuerte dependencia de la importación de petróleo y gas natural de la economía española la hace especialmente vulnerable a los *shocks* generados por la evolución del precio del petróleo. También las subidas de los precios de los alimentos y las materias primas han contribuido a elevar la inflación y drenar el poder adquisitivo de la renta de los hogares, operando como factores recesivos.

¹ El precio del barril de petróleo *brent* llegó a cotizarse a 147 \$ en junio de 2008, tras una espectacular escalada de precios, atribuible no sólo a la demanda energética inducida por el intenso crecimiento de países emergentes (China, India y otros), sino también a una fuerte demanda especulativa. Tras la explosión financiera y bursátil de septiembre y octubre de 2008 y el agravamiento de la crisis económica en el mundo, cae mucho la demanda de petróleo (la demanda especulativa se desploma) y con ella el precio del petróleo (en diciembre de 2008 llega a situarse por debajo de los 50 \$). Todo ello expresa la inestabilidad de mercados que comercian con bienes o activos sujetos a especulación.

La crisis financiera. La crisis financiera, obviamente, genera un efecto muy adverso sobre producto y empleo, renta y gasto de la economía española, altamente endeudada, no sólo a través de la restricción y encarecimiento del crédito (que inciden en la renta disponible, la inversión y el consumo final), sino también porque contribuye a crear expectativas pesimistas en los agentes económicos sobre la evolución futura de la economía.

La crisis financiera se inicia en los EE UU en el verano de 2007 y se propaga a lo largo de 2008 en Europa y el resto del mundo, merced a la globalización e interconexión de los mercados financieros. En el trasfondo estructural de la crisis financiera se encuentran diversas circunstancias:

- La política monetaria activista y expansiva (abundante dinero a bajos tipos de interés) de la Fed (la Reserva Federal, el banco central de EE UU).
- Un sistema financiero con fuerte competencia entre entidades y alto ritmo de innovación financiera que, entre otras cosas, impulsa operaciones de titulización de activos sin mercado secundario, y posteriormente multiplica activos financieros estructurados a partir de

los títulos creados. Ello como fórmula para expandir la actividad crediticia, aumentar los beneficios y, al propio tiempo, diluir el riesgo en que incurren las entidades cuando conceden préstamos.

- Un entorno institucional que, dominado por la idea de la *desregulación* (que ignora que los mercados financieros cometen fallos con graves consecuencias), carece de una adecuada regulación y supervisión de las actividades financieras de los bancos de inversión y los fondos de cobertura (*hedge funds*), pero también de las sociedades de seguros, los fondos de inversión, los fondos de pensiones, etc.².
- Asimismo, las agencias de calificación de riesgos (*rating*), por falta de regulación, no son del todo independientes de las entidades a las que califican (mantienen conflictos de intereses).
- También, por falta de adecuada *normativa de valoración de activos y balances*, directivos de las ins-

tituciones financieras son remunerados de acuerdo al logro de objetivos a corto plazo, que no valoran correctamente el riesgo a medio y largo plazo de las operaciones realizadas.

En este entorno institucional desregulado, tras la superación de la crisis bursátil de principios de siglo (la crisis de las empresas tecnológicas, las denominadas *puntocom*), la política monetaria expansiva americana, la fuerte competencia entre entidades, la ingeniería financiera al servicio de la búsqueda de beneficios a corto plazo sin evaluar adecuadamente el riesgo, van generando una gran burbuja financiera e inmobiliaria. En ella, la expansión crediticia financia la inversión productiva de las empresas y sus operaciones financieras corporativas, pero también una expansión exagerada del consumo final de los hogares (coches y otros bienes de consumo duradero, viajes, etc.) y la compra de viviendas mediante préstamos hipotecarios.

Y parte de los particulares a los que se destinan los préstamos hipotecarios son personas sin solvencia (bajos ingresos, trabajo temporal, carencia de patrimonio), surgiendo las denominadas *hipotecas subprime* (de alto riesgo), concedidas por las entidades financieras a tipos de interés más altos, y, por tanto, más

² Ello ocurre especialmente en EEUU, pero también en muchos países europeos. En España, sin embargo, el regulador de las instituciones financieras residentes (el Banco de España) opera con una normativa más estricta.

rentables pero más arriesgadas. Estas hipotecas de alto riesgo se conceden en cuantías incluso superiores al valor de las viviendas adquiridas, con la expectativa de la continua revalorización de las mismas (que son la garantía de los préstamos). Así, los prestatarios, además de viviendas, pueden adquirir bienes de consumo duradero (muebles, coches, etc.).

A partir de los préstamos concedidos (entre ellos, las hipotecas *subprime*), como fórmula para incrementar sus operaciones, aumentar sus beneficios y diluir el riesgo de los préstamos concedidos, las entidades financieras recurren a la ingeniería financiera (operaciones de titulización simples y complejas, estas últimas poco transparentes), creando nuevos productos financieros estructurados sobre la base de los préstamos concedidos (parte de los cuales son hipotecas *subprime*, de alto riesgo). Y estos productos financieros (algunos *tóxicos*, es decir, contaminados por las hipotecas *subprime*) se multiplican y difunden en los mercados financieros de todo el mundo (y particularmente en Europa).

A mediados de 2007, con el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE UU (los precios de las viviendas que garantizan el valor de los préstamos hipotecarios primero

dejan de crecer y luego caen), aumenta la morosidad, surge la crisis de la hipotecas *subprime* y se va desmoronando el castillo de naipes creado por la ingeniería financiera sobre la frágil y arriesgada base de las hipotecas *subprime*³.

Desde mediados de 2007 y a lo largo de 2008, un creciente número de entidades financieras (primero

*surge una espectacular
crisis en las bolsas de
valores de todo el mundo,
la falta de liquidez genera
ventas de títulos en bolsa,
las expectativas de caída
motiva más ventas de
títulos y no cabe descartar
hábil y masivas
«operaciones especulativas»
que apuestan por la caída
de las cotizaciones*

americanas y luego europeas), con balances infectados por activos tóxicos, atraviesa graves dificultades de solvencia y liquidez; algunas de ellas quiebran (el caso más

³ Cfr. ALFREDO ARAHUETES, «El impacto global de la crisis hipotecaria USA», *Razón y Fe*, n.º 1.312, febrero de 2008.

sonado es el de Lehman Brothers) y otras evitan la quiebra gracias a operaciones de salvamento *ad hoc* en las que intervienen gobiernos y entidades financieras privadas.

Y a partir de aquí se extiende una inaudita (desde los años 1930) falta de confianza entre instituciones financieras y bancos, dada la carencia de información real y veraz (las agencias de *rating* fallan estrepidamente en su cometido) sobre la solvencia de las entidades y en qué medida sus balances están contaminados por activos tóxicos. El resultado es que se enrarecen (paralizan) los mercados interbancarios, en los que las entidades financieras apenas se prestan dinero entre sí, y si lo hacen es a altos tipos de interés. La falta de liquidez de las entidades financieras y los altos tipos de interés se trasladan a los préstamos y créditos que los bancos conceden a la economía real (empresas y hogares).

Y simultáneamente a lo anterior surge una espectacular (y mediática) crisis en las bolsas de valores de todo el mundo⁴. Ello debido a

⁴ Entre el 1-XII-2007 y el 1-XII-2008 el índice Dow Jones (índice de las cotizaciones las acciones de la Bolsa de Nueva York) cae en torno al 40% y el IBEX-35 de la Bolsa de Madrid un porcentaje similar. Ello da idea de la intensidad de la crisis bursátil.

diversos factores: por un lado, la falta de liquidez de instituciones financieras y unidades económicas genera ventas de títulos en bolsa; por otro lado, las expectativas de caída de las cotizaciones bursátiles motiva más ventas de títulos (tratando de salvar el patrimonio financiero); y a medida que caen las cotizaciones se instalan en las bolsas expectativas de nuevas caídas y las expectativas se autorrealizan; finalmente, no cabe descartar hábiles y masivas *operaciones especulativas* que apuestan por la caída de las cotizaciones, buscando obtener beneficios en un entorno general de intensas pérdidas.

En estas muy graves circunstancias financieras que impactan progresivamente en la economía real tienen lugar masivas *intervenciones concertadas* de los bancos centrales y de los gobiernos de las principales economías.

— Los bancos centrales, por un lado, realizan inyecciones masivas de liquidez y bajan el tipo de interés básico⁵. Ello con el objetivo de hacer frente a los

⁵ Por ejemplo, el BCE, que venía manteniendo desde julio de 2008 su tipo básico en el 4,25%, lo reduce al 3,75% en octubre, al 3,25% en noviembre y al 2,50% en diciembre.

problemas de liquidez de las entidades financieras, desbloquear el mercado interbancario, y aumentar y abaratar el crédito a empresas y particulares.

- Por otro lado, los gobiernos realizan muy diversas operaciones masivas de salvamento de muy importantes instituciones financieras y aseguradoras, y adoptan medidas que garantizan los depósitos bancarios, tratando con ello de evitar el pánico, la retirada masiva de depósitos, la quiebra de muchos bancos y el colapso del sistema de pagos.

Pero, a pesar de las masivas intervenciones monetarias, al mercado interbancario tarda en normalizarse, pues los bancos absorben liquidez (para hacer frente a eventuales aumentos de morosidad de los préstamos concedidos), y siguen remisos a la concesión de préstamos (temerosos de que los nuevos préstamos concedidos incurran también en morosidad), por lo que no se normaliza el crédito bancario a empresas y hogares. Por ello, los gobiernos tienen que recurrir a nuevas intervenciones, por ejemplo, avalando créditos concedidos por los bancos a empresas y hogares, tratando así de evitar la caída del gasto en bienes y servicios.

La respuesta política a la crisis financiera

Como se ha comentado anteriormente, ante la intensa crisis financiera registrada inicialmente en los EE UU y posteriormente en los países europeos y emergentes, han abundado múltiples actuaciones de los bancos centrales y los gobiernos, que se resumen a continuación.

*entre las medidas planeadas
no podían faltar reformas
del sistema financiero
internacional que deben
ser objeto de consenso
internacional, porque en el
trasfondo de la intensísima
crisis financiera subyace
una muy insuficiente
regulación y supervisión
de las instituciones
financieras*

Por lo que se refiere a los bancos centrales, la Fed americana, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales han reducido el tipo de interés básico (que influye en el tipo de interés del mercado inter-

bancario y en los tipos de interés a los que los bancos prestan al público en general) y han incrementado la base monetaria (ofreciendo más dinero a las entidades financieras). Tales actuaciones han tenido como objetivo ayudar a los bancos a afrontar los problemas de liquidez y desbloquear el mercado interbancario, tratando con ello de normalizar la oferta de crédito de los bancos a empresas y hogares. Estas inyecciones de liquidez de los bancos centrales no han tenido un éxito inmediato en la normalización del mercado interbancario y de la oferta de crédito bancario al público debido a la desconfianza instalada en el sistema financiero (entre bancos entre sí y entre bancos y empresas y hogares).

Por su parte, los gobiernos de EE UU y de los países de la UE han adoptado enérgicas intervenciones y operaciones de salvamento de entidades. En primer lugar, han elevado los umbrales de garantía de los depósitos bancarios, para evitar el pánico, la retirada masiva de depósitos, el colapso del sistema de pagos y el hundimiento del conjunto del sistema financiero. Además han realizado espectaculares medidas de salvamento de entidades con graves problemas de solvencia o en quiebra, tratando de influir en todas las partidas de sus balances.

Entre ellas destacan las siguientes medidas de nacionalización temporal de bancos en crisis (para recapitalizarlos), consistentes en adquisiciones por el sector público, con carácter temporal, de acciones (ordinarias o preferentes) para asegurar su solvencia a medio y largo plazo. Concesión de avales públicos a los préstamos entre bancos (para generar confianza entre ellos y desbloquear el mercado interbancario). Oferta de préstamos (y avales a los préstamos) a medio plazo del sector público a los bancos, que permitan a éstos afrontar los problemas de liquidez y normalizar el flujo de crédito a empresas y hogares. Compra de activos en poder de los bancos (bien activos de calidad, bien activos tóxicos). Impulso a reestructuraciones y fusiones entre entidades financieras, de manera que, junto a planes de reducción de costes, las entidades adopten dimensiones más adecuadas y consoliden balances más solventes.

Y entre las medidas planeadas no podía faltar reformas del sistema financiero internacional que, por su propia naturaleza, deben ser objeto de consenso internacional. Porque en el trasfondo de la intensísima crisis financiera subyace una muy insuficiente regulación y supervisión de las instituciones financieras (y agencias de *rating*) y

también una inadecuada normativa sobre valoración de riesgos en que incurren las entidades financieras. Al respecto y como muestra, conviene hacer una breve referencia a las propuestas de reforma del sistema financiero internacional por parte de la Unión Europea.

Con vistas a la Cumbre de Washington del G-20 convocada el 15 de noviembre de 2008, la Comisión Europea elabora un documento que contiene su respuesta a la crisis económica en general y a la crisis financiera en particular⁶. Partiendo del citado documento, los Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la UE, el 7 de noviembre de 2008 celebran una reunión informal en la que acuerdan determinados principios para afrontar de manera coordinada la crisis:

Ninguna institución financiera, ningún segmento de mercado, ninguna jurisdicción debe escapar a una regulación proporcionada y apropiada o, al menos, a la vigilancia.

El nuevo sistema financiero internacional debe basarse en los principios de responsabilidad y transparencia.

El nuevo sistema financiero internacional debe permitir que puedan medirse los riesgos para prevenir las crisis.

Hay que confiar al Fondo Monetario Internacional (FMI) un papel central en una arquitectura financiera más eficaz.

si ha de recuperarse una senda de crecimiento sostenido, a medio plazo la economía española precisa ajustar el patrón de gasto al necesario cambio que ha de darse en su modelo productivo; la economía española precisa medidas de política industrial que hagan posible el desarrollo de ramas industriales y de servicios de alto valor añadido y productividad, intensivas en tecnología y capital humano

A partir de los anteriores principios se formulan una serie de recomendaciones concretas como las siguientes: 1) someter las agencias de calificación a un registro, a una vigilancia y a normas de go-

⁶ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *From financial crisis to recovery: A European framework for action*. COM(2008) 706 final, Brussels, 29-10-2008.

bernanza; 2) adoptar el principio de convergencia de las normas contables y revisar la aplicación en el ámbito financiero de la norma del valor justo con el fin de mejorar su coherencia con las normas cautelares; 3) decidir que ningún segmento de mercado, territorio e institución financiera escape a una regulación apropiada o, al menos, a la vigilancia; 4) establecer códigos de conducta para evitar la asunción excesiva de riesgo en la industria financiera, incluido el ámbito de los sistemas de retribución. Los supervisores deberán tener esto en cuenta para evaluar el perfil de riesgo de las instituciones financieras; 5) confiar al FMI la responsabilidad principal, junto con el Foro de Estabilidad Financiera (FEF), de recomendar las medidas necesarias para restaurar la confianza y la estabilidad. El FMI debe dotarse de los recursos necesarios y de instrumentos adecuados para dar apoyo a los países con dificultades y ejercer plenamente su función de vigilancia macroeconómica⁷.

Con esta propuesta consensuada, los miembros europeos del G-20 (colectivo de gobiernos de países

avanzados y emergentes) acuden a la Cumbre de Washington en la que se establece un acuerdo básico (unos principios y un plan de acción)⁸ que sirva de base de partida para el estudio y posterior adopción de las medidas de reforma del sistema financiero internacional.

Pautas de política económica contra la crisis en España

Identificadas las causas y circunstancias que están detrás de la crisis de la economía española (los desajustes macroeconómicos y sectoriales suscitados por el patrón de gasto y el modelo productivo, las fuertes subidas de los precios de petróleo, otras materias primas y alimentos, y la muy grave crisis financiera), procede analizar criterios que orienten las actuaciones de la política económica para combatir la crisis.

Patrón de gasto y modelo productivo. En primer lugar, si ha de recuperarse una senda de crecimiento sostenido (capaz de crear más y mejores empleos), a medio plazo la economía española precisa ajustar el patrón de gasto al necesario cambio que ha de darse en su modelo productivo. Por ello, la urgen-

⁷ *Reunión informal de los Jefes de Estado y de Gobierno del 7 de noviembre de 2008. Lenguaje convenido, Bruselas, 7 de noviembre de 2008. www.consilium.europa.eu/*

⁸ CUMBRE DE WASHINGTON, «Nosotros, los líderes», *El País*, 16/11/2008.

cia de afrontar los problemas coyunturales no debería propiciar medidas que ignoren o vayan en contra de este cambio estructural. Por ello, conviene insistir en la necesidad de que las medidas coyunturales que se adopten *favorezcan el cambio del modelo productivo*, recordando que la economía española precisa medidas de política industrial que hagan posible el desarrollo de ramas industriales y de servicios de alto valor añadido y productividad, intensivas en tecnología y capital humano. A medida que la economía española vaya desarrollando su estructura productiva en la línea indicada, su crecimiento será menos desequilibrado, menos vulnerable, más resistente a eventuales *shocks* recesivos.

El cambio del modelo productivo incluye el reajuste de sectores sobredimensionados por las pautas de gasto seguidas en años anteriores (el ejemplo principal es el sector inmobiliario, pero también cabe aludir al sector del automóvil). Las medidas de política industrial *no deberían perpetuar dimensiones sectoriales excesivas*, alcanzadas gracias a niveles de gasto no sostenibles a largo plazo.

Política energética. Frente al *shock* recesivo derivado del fuerte aumento del precio del petróleo, poco puede hacerse a corto plazo en economías muy dependientes de

su importación, pero sí pueden y deben hacerse cosas a medio-largo plazo. Hay que insistir, por tanto, en una inteligente y pragmática política energética que, por un lado, *estimule el ahorro de energía por unidad de producto* (en la economía española hay mucho margen de mejora) y, por otro lado, *incremente la producción de energía*, reduciendo la dependencia exterior (mediante el desarrollo de las energías renovables y un prudente replanteamiento de la actual moratoria nuclear). Una inteligente política energética no debe abaratar artificialmente la energía (el precio como factor racionalizador de conductas debe jugar el papel que le corresponde) y en cambio sí debe incentivar la inversión en energías alternativas y tecnologías limpias.

Política monetaria. Por lo que se refiere a la política monetaria, cabe destacar que es uno de los instrumentos que los bancos centrales deben utilizar (y están utilizando) frente a la crisis. Así, pensando en la Eurozona y España, el BCE debe utilizar los instrumentos de la política monetaria (tipo básico, subastas de dinero, facilidades permanentes, etc.) para los fines que tiene encomendados por el Tratado de la Unión Europea (combatir la inflación, en primer lugar, y fomentar el crecimiento y el empleo, en segundo lugar).

En momentos de intensa crisis, aun reconociendo la importancia del instrumento monetario para combatirla, el BCE no debería ceder a las continuas presiones políticas y mediáticas favorables a un excesivo activismo monetario, ol-

*tiene sentido reducir
determinados impuestos y
cargas sociales con impacto
en la actividad empresarial,
mejorando a medio plazo
la eficiencia productiva,
y también elevar
determinados conceptos
de gasto público que, además
de animar el gasto de la
economía a corto plazo,
mejoran la eficiencia
productiva y la
competitividad del conjunto
de la economía a medio
y a largo plazo*

vidando que la política monetaria es sólo una y no la única herramienta anticíclica, y que no es todopoderosa porque tiene limitaciones. Y tampoco debería olvidarse algo tan básico como que el

precio del dinero juega un papel importante en el estímulo al ahorro y en la selección racional entre opciones diversas de gasto (inversión y consumo final); selección muy importante para que se consolide en los mercados de bienes y servicios (en la microeconomía real) un sano, sólido y eficiente crecimiento económico a medio y largo plazo.

Política financiera. Respecto de la política financiera, ante el fallo generalizado del sistema financiero internacional, aparte del aumento del umbral de garantía de los depósitos bancarios, y a pesar de que se fomenta *riesgo moral* (para evitar males mayores), resultan razonables intervenciones públicas con impacto en los balances de los bancos: compra de acciones (nacionalizaciones), aval público a préstamos entre bancos, préstamos a medio plazo a bancos, compra de activos en poder de la banca, etc. Entre ellas, las autoridades deben elegir las más acordes a las circunstancias del sistema financiero nacional. Por ejemplo, en el caso de España no parece necesaria la nacionalización temporal de bancos, ni la compra de activos tóxicos. En cambio, sí pueden serlo las compras de activos bancarios, así como los avales y préstamos a los bancos, sin olvidar las líneas de crédito a empresas y hogares.

Sin duda, también es importante impulsar reestructuraciones y fusiones de entidades financieras, para reducir costes y fortalecer balances, afectados por el aumento de la morosidad.

Y frente a la crisis financiera internacional, las autoridades españolas deben participar en la reforma del sistema financiero, tanto a nivel de la UE como a nivel internacional, *aportando las buenas prácticas de regulación y supervisión* del Banco de España.

Política presupuestaria. En relación con la política presupuestaria (impuestos y gasto público) cabe recordar su triple potencial contribución a la eficiencia, la estabilidad macroeconómica y la equidad en la distribución de la renta. Frente a la crisis, es obvio que impuestos y gasto público deben jugar un papel anticíclico. Este papel anticíclico puede realizarse *dejando que operen los estabilizadores automáticos*⁹ (en la crisis se redu-

cen las bases imponibles y la carga tributaria, por un lado, y aumentan las prestaciones al crecer el paro, por otro lado). Sin embargo, ante una recesión intensa que amenaza convertirse en depresión con deflación¹⁰ la actuación de los estabilizadores automáticos es insuficiente, siendo necesarias medidas discrecionales presupuestarias (fiscales y de gasto público).

En la crisis económica que afecta a España y a otros muchos países, parece obvio adoptar *medidas presupuestarias discrecionales de carácter expansivo*, pero no cualesquiera medidas. Por un lado, tiene sentido reducir determinados impuestos y cargas sociales con impacto en la actividad empresarial (la inversión empresarial y la creación de empleo), mejorando a medio plazo la eficiencia productiva. Y también tiene sentido elevar determinados conceptos de gasto público (por ejemplo, acelerando programas de inversiones públicas en infraestructuras, elevando el gasto en capital humano, tecnología, energías

⁹ Dejar que operen los estabilizadores automáticos implica que las finanzas públicas no deben dejarse guiar por la regla (absurda) del equilibrio presupuestario a corto plazo (el déficit público cero en cada ejercicio); es decir, aceptar el déficit público resultante, no adoptando decisiones discrecionales de signo contrario (como reducir gasto público o aumentar impuestos).

¹⁰ El término *recesión* se predica de economías que durante dos trimestres consecutivos registran tasa negativa de variación del PIB. Una recesión prolongada (más de cuatro trimestres consecutivos) se denomina *depresión*. Se da *deflación* (antónimo de inflación) cuando el IPC desciende; puede darse en depresiones profundas.

limpias, etc.) que, además de animar el gasto de la economía a corto plazo, mejoran la eficiencia productiva y la competitividad del conjunto de la economía a medio y a largo plazo. Se trata, por tanto, de *lograr sinergias entre objetivos*: el objetivo a corto plazo de estimular la economía y el irrenunciable objetivo a medio y largo plazo de mejorar la eficiencia y competitividad de las empresas y cambiar el modelo productivo.

En todo caso, no cabe ignorar el efecto conjunto sobre el saldo presupuestario (en forma de déficit público) del juego de los estabilizadores automáticos, por un lado, y las medidas discrecionales presupuestarias (impuestos y gasto público), por otro lado. Aunque tiene lógica económica aceptar el déficit público en las crisis para compensar la caída de la actividad y el empleo, *el déficit no debería ser muy elevado*, pues, además de introducir presión en mercados financieros en crisis, elevaría mucho el endeudamiento público comprometiendo el comportamiento futuro de la política presupuestaria (el logro de su triple cometido).

De ahí, que junto a las medidas discrecionales expansivas, y con objeto de que no aumente demasiado el déficit y el endeudamiento público, parece aconsejable adoptar *medidas de austeridad* (contención) de partidas de gasto público no productivo (corriente).

Bibliografía

ARAHUETES GARCÍA, A. (2008): «El impacto global de la crisis hipotecaria USA», *Razón y Fe*, n.º 1.312, febrero de 2008.

BANCO DE ESPAÑA (2008): «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, octubre de 2008.

CONSEJO EUROPEO (2008): *Reunión informal de los Jefes de Estado y de Gobierno del 7 de noviembre de 2008. Lenguaje convenido*, Bruselas, 7 de noviembre de 2008. www.consilium.europa.eu/

CUMBRE DE WASHINGTON DEL G-20 (2008): «Nosotros, los líderes», *El País*, 16/11/2008.

EUROPEAN COMMISSION (2008): *From financial crisis to recovery: A European framework for action*, COM(2008) 706 final, Brussels, 29.10.2008.

KRUGMAN, P. (2008): «La hora de la política fiscal», *El País*, 19/10/2008. ■