

## 1 RASGOS BÁSICOS

## Rasgos básicos

### 1 Introducción

La economía mundial ha vivido la perturbación más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Las respuestas de política económica han tenido un alcance hasta ahora desconocido. Su reacción ha evitado una espiral catastrófica y ha conseguido activar el inicio de la recuperación, aunque la herencia de lo sucedido tendrá repercusiones de envergadura en múltiples dimensiones. En España, el impacto traumático de este episodio ha agravado las dificultades que se derivaban de los desequilibrios que se habían acumulado durante la expansión previa y por algunas de las ineficiencias que todavía arrastraba la economía, por lo que la salida de la crisis presenta complejidades y retos específicos.

En este capítulo se abordan las principales dificultades con las que se enfrenta la salida de la crisis en España y los requerimientos de política económica que la misma plantea. En el capítulo siguiente, que complementa a este con un enfoque temático más selectivo, se profundiza en los problemas de medio plazo relacionados con el crecimiento potencial y las políticas de oferta.

### 2 La salida de la crisis de la economía mundial

Tras experimentar la mayor contracción desde el final de la Segunda Guerra Mundial...

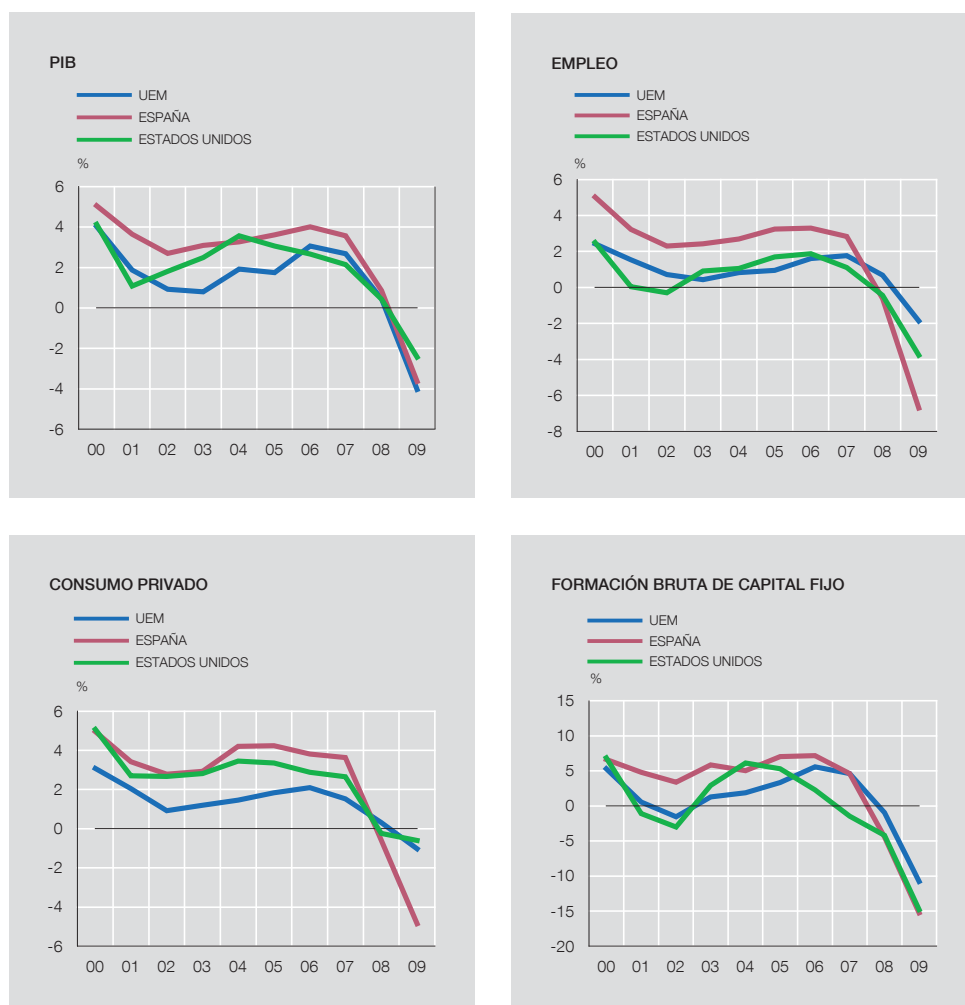
La economía mundial experimentó en el conjunto del año 2009 la mayor contracción desde el final de la Segunda Guerra Mundial (véase gráfico 1.1). El crecimiento global se situó, en media anual, en el entorno del  $-0,6\%$ , como resultado de la disminución del PIB en las economías desarrolladas ( $-3,1\%$ ) y de la fuerte desaceleración del mismo en las emergentes [alrededor de 4 puntos porcentuales (pp), hasta el  $2,3\%$ ]. Por su parte, las tasas de inflación retrocedieron hasta niveles muy moderados, o incluso negativos en el caso de las economías avanzadas, como reflejo del abaratamiento de las materias primas y del deterioro de la situación económica, que disiparon también cualquier atisbo de tensiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria.

... la economía mundial parece haber iniciado una senda de recuperación, fuertemente apoyada en la reacción rápida y contundente de las políticas económicas

El perfil de crecimiento a lo largo del año fue, no obstante, de suave recuperación, gracias sobre todo a la reacción rápida y contundente de las políticas económicas, que logró detener el proceso de retroalimentación negativo entre los sectores real y financiero en el que se había adentrado la economía mundial. Aunque no se adoptaron de manera simultánea en las diferentes áreas, las medidas fueron dirigidas, en general, a dar soporte al sistema financiero, a sostener la confianza de los agentes y a estimular la demanda agregada. Tras un primer trimestre en el que se mantuvieron las tendencias con las que se cerró 2008 —extrema fragilidad en los mercados financieros internacionales, caída pronunciada de la actividad y del comercio exterior—, se alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre y el crecimiento retornó a tasas positivas en la segunda parte del ejercicio. La recuperación, sin embargo, está siendo desigual por áreas geográficas, más robusta en los países emergentes (especialmente, Asia) y más débil en los desarrollados.

La acción estabilizadora de las políticas económicas se vio también reflejada en los mercados financieros, que tendieron a normalizarse

La acción estabilizadora de las políticas económicas se vio también reflejada en los mercados financieros, que tendieron, en general, a normalizarse a medida que la acción decidida de bancos centrales y Gobiernos logró disipar los riesgos más extremos. La volatilidad y la aversión al riesgo se redujeron significativamente desde los máximos alcanzados a finales de 2008, los precios de los activos se recuperaron y algunos segmentos de los mercados de capitales fueron reabriéndose progresivamente, tras permanecer cerrados en los momentos más duros de la crisis, aunque en otros, como en el de las titulizaciones, no se registraron avances. No obstante, el proceso de normalización se ha visto interrumpido en varias ocasiones por el surgimiento de episodios de inestabilidad, en algunos casos relacionados con la percepción de riesgo soberano, que evidencian la persistencia de algunos elementos de fragilidad. Estos episodios se agudizaron de



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

una manera extrema en los primeros meses de 2010, a raíz de la crisis fiscal griega y sus repercusiones sobre los mercados financieros no solo en Europa, sino también en el resto del mundo.

Las previsiones apuntan hacia una progresiva recuperación de la demanda del sector privado, que proporcionaría una base más sólida para el dinamismo de la actividad...

Las predicciones disponibles apuntan hacia un escenario central en el que la demanda autónoma del sector privado iría relevando las bases de naturaleza eminentemente transitoria (políticas económicas extraordinariamente expansivas y cambios en el ciclo de existencias) y, por tanto, insuficientemente sólidas, sobre las que se ha asentado hasta ahora la recuperación. De este modo, el crecimiento seguirá fortaleciéndose a lo largo de 2010 y 2011, si bien el lastre acumulado en términos de endeudamiento pesará sobre la demanda del sector privado, anticipándose una salida lenta de la recesión y unos niveles de actividad bastante por debajo de un potencial que, a su vez, se ha visto afectado negativamente también por la crisis. Por su parte, las tasas de inflación se mantendrán —al menos, en los países desarrollados— en registros muy moderados, coherentes con los excesos de capacidad generados por la crisis.

... pero la incertidumbre y los riesgos que rodean estas perspectivas son elevados

Pero la incertidumbre y los riesgos que rodean estas perspectivas continúan siendo elevados. Las intensas perturbaciones que están en el origen de la crisis han dejado al descubierto importantes vulnerabilidades en los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias. La absorción de estos desequilibrios puede ser más lenta que lo que contem-

plan los escenarios centrales. Las repercusiones de la crisis fiscal griega revelan que los riesgos asociados a un posible resurgimiento de tensiones financieras con implicaciones negativas para el crecimiento y el empleo no han sido complementamente superadas. Asimismo, el desigual desarrollo geográfico de la recuperación económica puede tener efectos sobre el precio de las materias primas o sobre la volatilidad de tipos de cambio o de interés adicionales a los considerados en los escenarios centrales.

La solidez de la recuperación dependerá también de la capacidad de Gobiernos y bancos centrales para modular adecuadamente el ritmo de retirada de las medidas excepcionales adoptadas y para extraer las lecciones pertinentes de esta crisis y emprender las reformas consiguientes.

El acompasamiento de la retirada de las medidas no convencionales al proceso de normalización de los mercados financieros es un desafío importante para la política monetaria en el corto plazo

Tras reducir —hasta agotar, en el caso de los países desarrollados— los márgenes de maniobra existentes en la actuación convencional de la política monetaria, y en un contexto en el que subsistían distorsiones en segmentos relevantes del mecanismo de transmisión, los bancos centrales implementaron medidas excepcionales orientadas a reforzar la transmisión de la bajada de los tipos de interés a los costes financieros de los agentes y a facilitar la accesibilidad de estos a la financiación. Como consecuencia, sus balances se expandieron notablemente y se alteró la composición de su activo. Dependiendo de los respectivos marcos operativos de partida, las innovaciones implicaron el aumento del número de instituciones con acceso a la financiación del banco central, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria, el alargamiento de los plazos a los que se suministraba liquidez al mercado, y programas de adquisición de activos públicos y privados (o préstamos al sector privado para su compra). Algunas de estas medidas de apoyo se fueron retirando conforme progresaba la recuperación de los mercados, si bien las tensiones asociadas a la crisis griega requirieron la reactivación de algunas de ellas. En cualquier caso, la ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte inmediato facilita esta tarea, aunque no se pueden minusvalorar los riesgos que, a medio plazo, podrían derivarse del ya comentado desigual ritmo geográfico de la recuperación o de eventuales avances insuficientes en el ámbito de la consolidación de las cuentas públicas. Tampoco se puede descartar a priori que lo aprendido durante esta crisis pueda aconsejar el mantenimiento de alguna de las medidas adoptadas.

Para la política fiscal, los principales retos son el diseño y la implementación de estrategias de consolidación presupuestaria que permitan alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas

En efecto, la magnitud de las medidas extraordinarias adoptadas y el consiguiente volumen de recursos comprometidos han alcanzado dimensiones sin precedentes, agotando todos los márgenes de maniobra disponibles y dando lugar a un marcado deterioro de las cuentas públicas. Estas acciones, necesarias como fueron para reducir la incertidumbre sobre la solvencia a largo plazo de instituciones financieras y para estimular la demanda agregada, chocan ahora con la necesidad de asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. Es esencial que los Gobiernos prevengan que la acumulación de riesgos en el sector público termine por desanclar las expectativas de inflación y elevar los tipos de interés a largo plazo, con el consiguiente perjuicio para el crecimiento y el empleo. El diseño y la implementación de estrategias de consolidación presupuestaria que, sin poner en riesgo la incipiente recuperación, permitan alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas constituyen hoy los principales retos de la política fiscal en la mayoría de las economías desarrolladas.

Y han de extraerse aún las implicaciones de la crisis para la dimensión óptima del sector financiero y su regulación

Los Gobiernos se enfrentan también a otros retos en el ámbito financiero. Así, es importante que los procesos de desapalancamiento en los que se halla inmersa buena parte de los sistemas financieros discurran por cauces ordenados, evitando de este modo eventuales accidentes que pudieran poner en riesgo la disponibilidad de los fondos necesarios para sustentar la recuperación de la demanda. Asimismo, la crisis financiera ha puesto de manifiesto diferentes deficiencias en el diseño de la regulación financiera. Los primeros pasos para la corrección de esas deficiencias, en un marco de coordinación internacional suficiente, se han comenzado a

dar ya en el seno del G 20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (véase recuadro 3.2). Pero queda recorrido aún para avanzar en el diseño de un marco regulatorio que refuerce la seguridad global del sistema sin obstaculizar indebidamente su desarrollo.

### 3 La política monetaria de la zona del euro

El área del euro ha compartido las principales características antes descritas para la economía mundial

La economía del área del euro no fue ajena a las tendencias antes descritas. La fase recesiva fue especialmente intensa en el último trimestre de 2008 y los primeros meses de 2009. A partir de entonces, los efectos de las contundentes medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, el cambio en el ciclo de inventarios, la estabilización de los mercados financieros internacionales y la reactivación de la economía mundial —con la consiguiente recuperación de los flujos de comercio internacional— confluyeron para moderar el deterioro del gasto interior e impulsar las exportaciones, a pesar de que el tipo de cambio fue apreciándose a lo largo del año. De este modo, aunque en el conjunto del año el PIB se contrajo un 4%, en el segundo semestre se observaron ya tasas intertrimestrales de crecimiento reducidas, pero positivas.

La evolución de la inflación, por su parte, vino en buena medida determinada por la trayectoria de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, en un contexto de debilidad de la demanda y ampliación del exceso de capacidad productiva. La tasa media del año se situó en el 0,3%, si bien se registraron valores negativos en los meses centrales del año, que se elevarían en el tramo final y en los primeros meses de 2010 (1,4% en marzo de 2010).

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación lenta, con baja inflación y sujeta a riesgos e incertidumbres no despreciables

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación lenta, lastrada por el elevado grado de holgura existente en la economía (baja utilización de la capacidad instalada y alto desempleo), el reducido nivel de los márgenes, el necesario saneamiento de los balances del sector privado y el progresivo desvanecimiento del impulso de las políticas aplicadas, factores todos ellos que limitarán la recuperación del consumo y la inversión productiva privada. El crecimiento será, asimismo, desigual entre los países del área. Los precios, en este contexto, seguirán avanzando a ritmos notablemente contenidos.

Los riesgos e incertidumbres que rodean estas previsiones continúan siendo elevados. El alcance final de la recuperación de la economía y el comercio mundiales, sus efectos sobre los precios de las materias primas y sobre los desequilibrios globales acumulados antes de la crisis, e insuficientemente corregidos durante esta, y los avances en la normalización de las condiciones financieras internacionales condicionarán, sin duda, el dinamismo de los precios y la actividad en la UEM. Y lo harán también las decisiones que las autoridades fiscales y monetarias deberán adoptar, en un contexto particularmente complejo.

La contribución de la política monetaria ha sido clave para lograr la estabilización de la economía, tanto recortando sustancialmente los tipos de interés oficiales...

La ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo, en un contexto de notable deterioro de la actividad económica, determinó que el Eurosistema continuara con la relajación del tono de la política monetaria que había iniciado en octubre de 2008, reduciendo progresivamente los tipos oficiales hasta que alcanzaron el 1% en mayo de 2009. Se completó así una disminución de 325 puntos básicos (pb) en siete meses, un impulso monetario de magnitud sin precedentes.

... como instrumentando una provisión generosa de liquidez y otras medidas expansivas no convencionales

Simultáneamente, con el objetivo de mitigar las disfunciones que la crisis financiera mundial causaba en los mercados interbancarios y, por tanto, en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el Eurosistema continuó adoptando nuevas medidas expansivas no convencionales que prolongaron la política de apoyo al crédito —*enhanced credit support*— iniciada a finales del ejercicio anterior. A diferencia de otros bancos centrales, estas medidas se dirigieron exclusivamente al sistema bancario, cuya relevancia en la intermediación de la financiación en la zona del euro es notablemente mayor que en otras áreas.

Más concretamente, se continuaron atendiendo en su totalidad las demandas de fondos en todas las operaciones de mercado abierto, se prolongó la vigencia de la lista ampliada de activos de garantía admitidos (hasta finales de 2010, de hecho) y se incluyó al Banco Europeo de Inversiones como una entidad de contrapartida adicional. Además, se introdujeron tres nuevas operaciones con vencimiento a doce meses, duplicando así el plazo máximo vigente hasta entonces. En la primera de estas subastas se inyectó una cantidad récord de 442 mm de euros. Cabe destacar, igualmente, la puesta en marcha en julio de un programa de adquisición de bonos garantizados —*covered bonds*—, grupo al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, con el objetivo, entre otros, de mejorar la liquidez de este segmento del mercado, fuertemente afectado por la crisis y de gran relevancia para la financiación de las entidades y de sus clientes. El programa, que se prolongará hasta junio de 2010, contempla un volumen máximo de 60 mm de euros.

Este conjunto de medidas ha facilitado que la marcada relajación del tono de la política monetaria se haya ido trasladando a los tipos aplicados por las entidades bancarias en sus operaciones tanto activas como pasivas. Adicionalmente, han supuesto también que, ante la práctica inoperancia de los mercados interbancarios, el Eurosistema pasara a satisfacer directamente las necesidades brutas de liquidez de las entidades individuales, para, más tarde, reabsorber mediante operaciones de drenaje o a través de la facilidad de depósito el consiguiente exceso sobre las necesidades estructurales netas del sistema. Como resultado, ha tenido lugar una sustancial expansión del balance de los bancos centrales, que, no obstante, ha sido menor que en otras áreas y ha comenzado a revertirse cuando han comenzado a aparecer los primeros síntomas de normalización financiera, mediante el simple procedimiento de no renovar las operaciones a su vencimiento.

El ritmo de desactivación de las medidas extraordinarias se está modulando para que no ponga en riesgo la estabilidad de precios ni interfiera negativamente con el proceso de normalización financiera

La normalización financiera iniciada en la mayoría de los mercados en la segunda parte de 2009 y la mejora de las perspectivas económicas que la han acompañado permitieron que el BCE anunciara, ya a finales de ese año, la interrupción progresiva de las operaciones de financiación extraordinarias a un año y a seis meses, y el retorno a la periodicidad mensual original de las de tres meses. Más tarde, en marzo de 2010, se anunció el retorno al sistema de subastas a tipo variable para las operaciones a tres meses. No obstante, ante el resurgimiento de las tensiones en los mercados derivadas de la crisis griega, el BCE decidió volver a reforzar la provisión de liquidez a tres y a seis meses y retomar las operaciones en dólares, al tiempo que adoptó un programa de intervención en los mercados de deuda pública y privada cuya disfuncionalidad ponía en peligro el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas intervenciones están siendo esterilizadas para que no afecten al tono de la política monetaria y no interfieran sobre las expectativas de evolución futura de los tipos de interés oficiales.

De este modo, la política monetaria única se está enfrentando a retos de primera magnitud en el proceso de cómo modular el retorno a un marco operativo normalizado, previniendo, por un lado, una prolongación excesiva de las medidas extraordinarias que pudiera generar riesgos para la estabilidad de precios, pero evitando, por otro, interferir negativamente en el proceso de normalización de los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, deberán también extraerse las lecciones apropiadas de esta crisis, si bien debe señalarse que el marco operativo del que se partía se ha manifestado como suficientemente flexible y robusto, por lo que, al menos a priori, no parecen necesarios cambios de gran calado.

A medio plazo, la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios seguirá...

A medio plazo, los mayores retos parecen asociados a la necesidad de calibrar los riesgos para la estabilidad de precios, en un escenario de lento crecimiento y de elevada incertidumbre, que será también muy dependiente de las actuaciones que se implementen en otros

... teniendo que realizarse en un contexto de considerable complejidad

La política fiscal ha contribuido también decisivamente a amortiguar el deterioro de la actividad, pero se ha producido un incremento muy rápido e intenso del déficit público y de la deuda

Dado el desequilibrio fiscal acumulado, se hace imprescindible la adopción de una estrategia transparente y creíble de consolidación presupuestaria a medio plazo

ámbitos de la política económica. El episodio de crisis fiscal en Grecia ha puesto de manifiesto que el proceso de normalización del sistema financiero puede estar sujeto aún a tensiones ocasionales que dificulten atender las demandas de crédito que se generarán cuando se afiance la recuperación de la actividad. Pero, sobre todo, ha ilustrado las tensiones que podría generar un avance insuficiente en los programas de consolidación fiscal anunciados.

La política fiscal contribuyó decisivamente también a detener la peligrosa espiral de deterioro financiero y real a través de medidas discrecionales para apoyar a sectores concretos (como el financiero o el del automóvil) o de carácter más general de impulso de la demanda (algunas de las cuales se extienden a 2010), así como mediante el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Pero estas actuaciones han agotado los márgenes de maniobra disponibles y han generado un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas de los países del área del euro que es preciso, ahora, corregir. Según las estimaciones de la Comisión Europea de enero de 2010, el déficit público en la UEM se situó en 2009 en el 6,3% del PIB, el valor más alto registrado en los últimos decenios y muy por encima del 2% alcanzado en 2008. Trece países de la zona del euro se encuentran en una situación de déficit excesivo y la ratio deuda sobre el PIB ha entrado también en una fase de marcado crecimiento, y se espera que en 2010 se sitúe en torno al 84% del PIB, frente al 69,4% de 2008. Y no se puede olvidar que estas cifras no contemplan los pasivos contingentes asociados al envejecimiento de la población ni los adquiridos en el marco de los planes de ayuda al sistema financiero.

En estas condiciones, es imprescindible que los Gobiernos acometan planes ambiciosos y creíbles de consolidación fiscal, que eliminen la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, planes que deben tener en cuenta sus implicaciones sobre la oferta de la economía —en particular, sobre los incentivos al empleo y al ahorro—, así como sobre la innovación y la mejora del capital humano. La experiencia muestra también que las consolidaciones fiscales más exitosas fueron las que estuvieron basadas más en recortes del gasto que en incrementos de los impuestos.

De acuerdo con las recomendaciones que el ECOFIN elaboró en noviembre de 2009, todos los países que se encontraban en una situación de déficit excesivo debían realizar esfuerzos de consolidación elevados, como muy tarde, a partir de 2011. Las medidas contempladas en las actualizaciones de los Programas de Estabilidad y Convergencia presentados a comienzos de este año supusieron pasos en la dirección adecuada, pero la crisis de credibilidad fiscal griega vino a añadir un elemento adicional de presión que evidenció hasta qué punto es necesario establecer los compromisos con la consolidación fiscal de una manera suficientemente ambiciosa y creíble y cuáles pueden ser los costes de no hacerlo tanto para los países involucrados como para el área en su conjunto. Asimismo, este episodio ha puesto al descubierto también algunas debilidades en los procedimientos de gobernanza de las políticas económicas en el área del euro y carencias en el ámbito de los mecanismos de resolución de crisis que es preciso revisar y corregir. Las primeras, para prevenir la acumulación de desequilibrios que, aun incidiendo primera y fundamentalmente sobre la economía involucrada, tienen implicaciones negativas también para el conjunto del área, que es preciso tomar en consideración. Las segundas, para reforzar la solidez de la propia área.

Las autoridades europeas han respondido a estos retos con decisión y con contundencia. En primera instancia, acordaron un programa de ayuda a Grecia, cuyo alcance inicial se amplió para contemplar un volumen de hasta 110 mm de euros. Este programa se activó a petición de las autoridades griegas, una vez las autoridades de ese país adoptaron un pro-



grama ambicioso y creíble de consolidación fiscal, previamente acordado con la CE, el FMI y el BCE. Más tarde, en mayo, ante el recrudecimiento de las tensiones y la incertidumbre, el compromiso de los Gobiernos nacionales y de las instituciones europeas con la estabilidad del área se reforzó adicionalmente con el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilización, un programa de mucha mayor envergadura (podría extenderse hasta 750 mm de euros) acordado por el ECOFIN en su reunión extraordinaria de los días 9 y 10 de dicho mes. Como en el caso anterior, la estricta condicionalidad de los apoyos constituye una pieza central del entramado. En paralelo con este mayor esfuerzo agregado, varios Gobiernos nacionales —el español entre ellos— han dado pasos adicionales para acelerar y reforzar sus programas individuales de consolidación fiscal.

Estas acciones se están complementando, por otro lado, con la puesta en marcha de un proceso de revisión de los mecanismos de gobernanza económica, a la luz de las lecciones que cabe extraer de esta crisis. Aunque dicho proceso está todavía en su fase inicial, se apuntan ya los ámbitos principales en los que cabe anticipar que se concentren los cambios. Así, el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento puede necesitar un cierto reforzamiento en el que se otorgue, además, una mayor relevancia a los aspectos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas. También parece razonable avanzar en el diseño de mejores y más eficaces incentivos y mecanismos para garantizar un cumplimiento más estricto de los compromisos presupuestarios adquiridos. Y es probable, igualmente, una ampliación del marco de supervisión multilateral de los desarrollos económicos para cubrir el conjunto de los desequilibrios macroeconómicos y competitivos y establecer un procedimiento sistemático para su diagnóstico y seguimiento, así como para una mayor coordinación ex-ante de las políticas económicas. A más medio plazo, habrá que atender también la petición de los Jefes de Estado y de Gobierno de articular un mecanismo permanente para la resolución de eventuales episodios futuros de tensión, que garantice los apoyos financieros necesarios, sujetos siempre a un principio de condicionalidad estricta.

La respuesta de política económica se completa con la necesidad de emprender reformas estructurales para prevenir nuevas crisis financieras y aumentar la eficiencia y la productividad de la economía

Finalmente, la crisis ha hecho más apremiante la necesidad de acometer una serie de reformas estructurales, en un doble frente. Por un lado, en los ámbitos de la regulación y la supervisión financieras, con objeto de prevenir situaciones como las que desencadenaron la situación actual y con la necesaria coordinación en los foros internacionales antes citados. En este sentido, hay que valorar positivamente los avances registrados en la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Por otro lado, el pasado 3 de marzo la Comisión Europea hizo pública su propuesta de renovación de la Estrategia de Lisboa —la Estrategia Europa 2020—, iniciando así el proceso que debe llevar a la aprobación de dicha reforma por el Consejo Europeo a mediados de este año. La propuesta identifica tres prioridades (cifradas en garantizar un crecimiento inteligente, sostenible e incluyente), que se plasman en objetivos concretos en términos de incrementar los niveles de empleo y de inversión en I + D, y de reducir las emisiones de gases contaminantes, las ratios de fracaso escolar y de población sin estudios superiores, y la pobreza. Asimismo, se contemplan mecanismos para reforzar la gobernanza económica europea. Esta Estrategia debería contribuir de una manera más decisiva que su predecesora a impulsar la introducción de una serie de reformas estructurales cuya necesidad para sustentar tasas de crecimiento y de empleo mayores y más sostenibles resulta aún más apremiante tras la crisis.

#### **4 Los retos que plantea la superación de la crisis en España**

La economía española experimentó en 2009 una acusada contracción, con un descenso del PIB del 3,6 % en el promedio del ejercicio, lo que representa la mayor caída de la actividad de las últimas décadas. Esta evolución estuvo en consonancia con la severidad de las tendencias



		2004	2005	2006	2007	2008	2009
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6
	Consumo privado	4,2	4,2	3,8	3,6	-0,6	-4,9
	Consumo público	6,3	5,5	4,6	5,5	5,5	3,8
	Formación bruta de capital	5,2	6,5	8,3	4,3	-3,9	-15,0
	Inversión en equipo	5,1	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,1
	Inversión en construcción	5,4	6,1	6,0	3,2	-5,5	-11,2
	<i>Vivienda</i>	5,9	6,1	6,2	3,0	-10,3	-24,5
	<i>Otras construcciones</i>	5,0	6,2	5,8	3,3	-0,4	1,6
	Exportación de bienes y servicios	4,2	2,5	6,7	6,6	-1,0	-11,5
	Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	10,2	8,0	-4,9	-17,9
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,7	3,2	3,3	2,8	-0,6	-6,7
	Tasa de ocupación (d)	62,0	64,3	65,7	66,6	65,3	60,6
	Tasa de paro	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0
	Remuneración por asalariado	3,0	3,7	4,0	4,5	6,1	3,7
	Costes laborales unitarios	2,4	3,3	3,3	3,8	4,6	0,4
	Deflactor del PIB	4,0	4,3	4,1	3,3	2,5	0,2
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	3,2	3,7	2,7	4,2	1,4	0,8
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,9	1,2	1,4	0,7	0,9	-0,5
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)	Ahorro de los sectores residentes (f)	23,5	22,9	22,6	21,5	20,2	20,3
	<i>Administraciones Públicas</i> (f)	3,1	4,5	5,7	6,0	-0,1	-6,7
	Inversión de los sectores residentes	28,3	29,5	31,0	31,1	29,3	25,0
	<i>Administraciones Públicas</i>	3,4	3,6	3,6	4,1	4,0	4,5
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-4,7
	<i>Administraciones Públicas</i>	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)	Tipo de intervención semanal del BCE	2,0	2,0	2,8	3,9	3,9	1,2
	Tipo de la deuda pública a diez años	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0
	Tipo sintético del crédito bancario	4,0	3,8	4,6	5,7	6,2	3,8
	Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	859,9	1060,2	1324,0	1631,8	1278,3	1042,4
	Tipo de cambio dólar/euro	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,7	100,8	101,1	102,3	104,1	104,0
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	106,4	108,8	111,6	115,0	118,5	114,6
	Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	105,1	107,4	110,0	112,5	113,8	109,3
	Medios de pago	11,3	14,4	11,5	-2,9	-3,2	8,5
	Activos líquidos (j)	5,9	11,5	8,5	8,4	9,8	1,0
	Financiación total de las familias	20,2	20,9	19,6	12,5	4,4	-0,3
Financiación total de las empresas no financieras	13,2	21,4	27,9	17,7	7,9	-0,9	

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a. Los datos de la *Contabilidad Nacional de España* corresponden a la base 2000.

b. Índices de volumen. Tasas de variación.

c. Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d. Tasa de ocupación (16-64).

e. Niveles en porcentajes del PIB.

f. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

g. Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

h. Base I TR 1999 = 100.

i. Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

j. Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.

La economía española experimentó en 2009 la mayor caída de la actividad de las últimas décadas, aunque los descensos del PIB se fueron atenuando a lo largo del año

Las previsiones disponibles apuntan a una recuperación débil y gradual, y no exenta de dificultades

La recesión en España ha mostrado elementos singulares: la intensa caída del gasto interno...

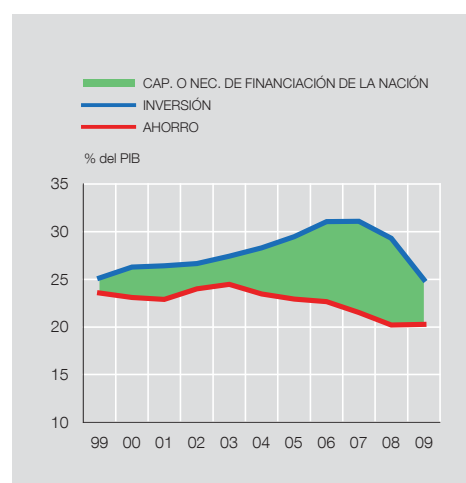
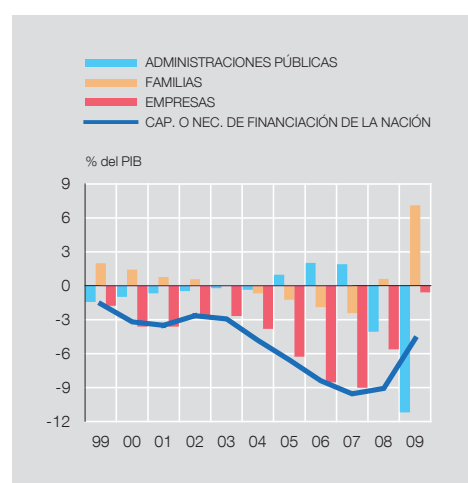
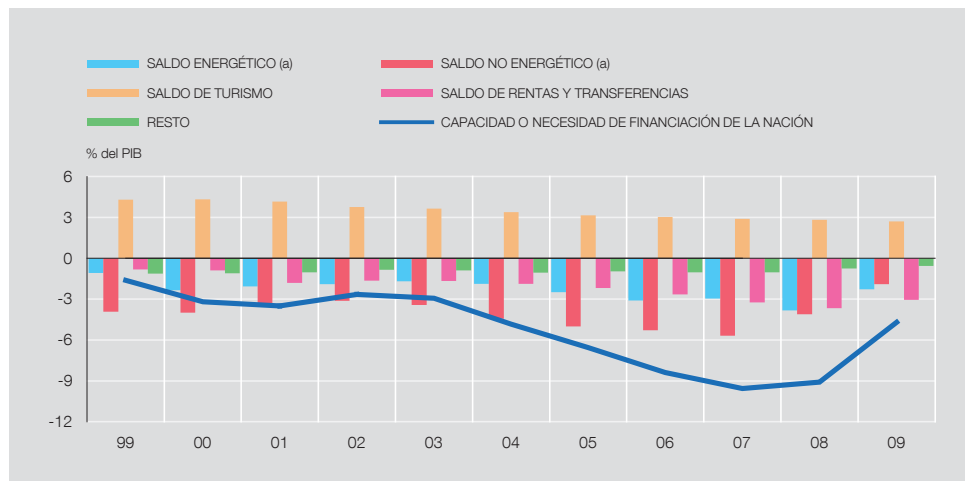
... que ha contribuido de manera muy significativa a reducir la necesidad de financiación de la nación en términos del PIB...

contractivas globales, aunque influida también por los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva previa. El proceso de estabilización de los mercados financieros y de recuperación en algunas economías, junto con el efecto de los estímulos fiscales instrumentados a lo largo de la crisis y de la reducción de los tipos de interés, permitieron una cierta suavización del perfil de disminución de la actividad a partir del primer trimestre, que terminó el año con un recorte del PIB de tan solo una décima en términos de la tasa intertrimestral (del 3,1% si se compara con el último trimestre de 2008). La recesión en España ha sido, por tanto, prolongada, y el crecimiento ha retornado en la primera parte de 2010 con debilidad y cierto retraso en relación con la mayoría de los países industrializados.

Las previsiones disponibles apuntan a una recuperación débil y gradual, no exenta de importantes desafíos. Más allá de las dudas que planean sobre la recuperación a escala global, y que lógicamente afectan también a la economía española, la salida de la crisis en España presenta algunas dificultades particulares como consecuencia de los desequilibrios que se habían acumulado durante la fase expansiva previa y cuya corrección condiciona la pauta de reanudación del crecimiento. Estos desequilibrios se habían manifestado en una concentración excesiva de recursos en el sector inmobiliario, un elevado endeudamiento del sector privado y unos riesgos para la competitividad, como consecuencia de una década de aumentos de costes y precios superiores a los de la UEM y de un escaso dinamismo de la productividad. Todo ello se había materializado en un elevado déficit exterior y en un continuado aumento de la deuda externa. Posteriormente, el desarrollo de la crisis ha provocado un extraordinario aumento del desempleo y un rápido incremento del déficit y del endeudamiento público, que se han venido a sumar a los desequilibrios que es preciso rectificar para recuperar una senda de crecimiento sostenido.

Este conjunto de factores ha determinado que la recesión en España haya mostrado una serie de rasgos distintivos. Entre ellos, cabe destacar el importante papel que ha desempeñado la caída del gasto interno en la contracción del producto (la demanda nacional se redujo un 6,1% en 2009), impelida por el retroceso del consumo de los hogares (-4,9%) y por el descenso de la inversión residencial (-24,5%), a lo que se unió, con algún retraso, la inversión productiva de las empresas. Por el contrario, la demanda exterior neta ha tenido una aportación positiva al crecimiento del producto de 2,8 pp, amortiguando, como en etapas contractivas previas, el impacto del retroceso del gasto interno sobre la actividad. Detrás de esta contribución positiva, en un año en que los flujos de comercio estuvieron sujetos a importantes convulsiones, se encuentra sobre todo el recorte de las importaciones, arrastradas por la contracción de la demanda final, aunque las exportaciones recobraron un cierto dinamismo en los meses finales del ejercicio. Si no se modifica la excesiva relación que se ha observado tradicionalmente entre la demanda final y las compras al exterior, resultará imprescindible que, a medida que se establezca el gasto interno y las importaciones incrementen su ritmo de expansión, las exportaciones ganen peso en el comercio mundial, lo que, en el marco de la estabilidad cambiaria de la UEM, supone un envite muy exigente.

La brusca contención del gasto interior ha permitido reducir la necesidad de financiación de la nación, que ha descendido desde el 9,1% del PIB en 2008 al 4,7% del PIB en 2009, a lo que ha contribuido, sobre todo, la corrección del déficit comercial, por el significativo descenso de las importaciones (véase gráfico 1.2). El resto de partidas de la cuenta corriente que han venido mostrando signo deficitario en los últimos años ha experimentado también una cierta corrección, mientras que el superávit turístico se ha reducido. En conjunto, la disminución del déficit exterior tiene un componente cíclico elevado; una corrección permanente del mismo requerirá implementar cambios de calado en la estructura productiva y una mejora significativa de la competitividad.



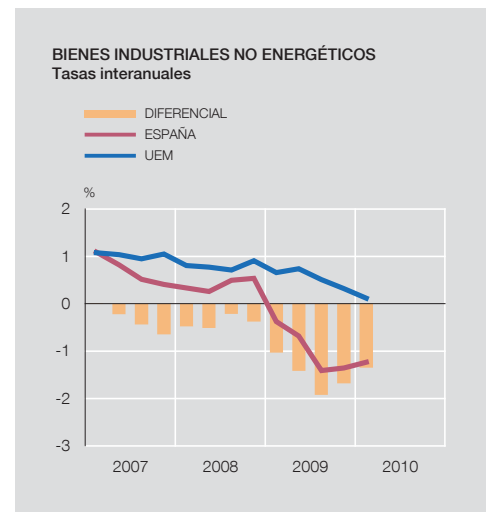
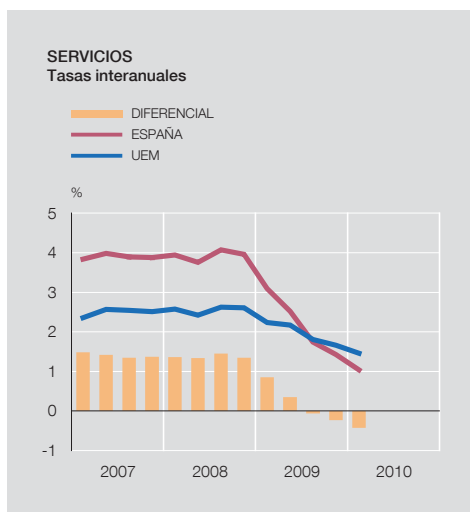
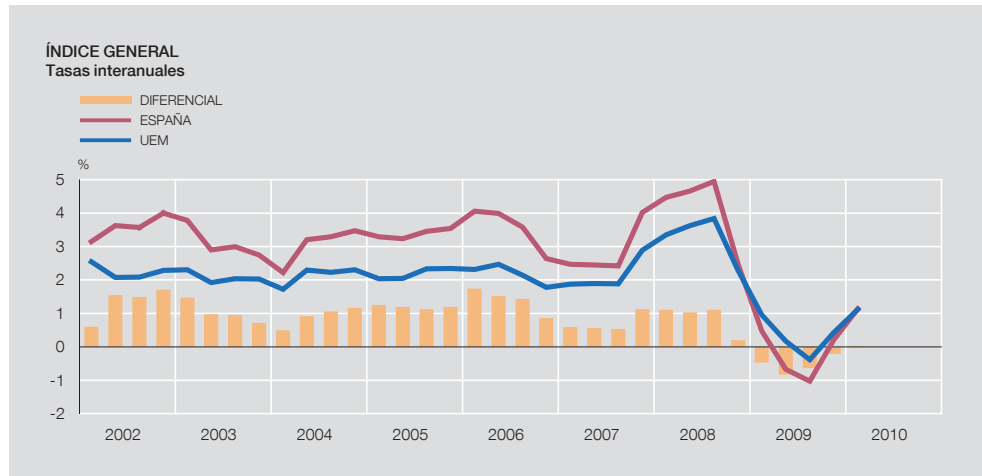
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas y Banco de España.

a. El saldo energético y el no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

Desde el punto de vista de la posición financiera de los sectores institucionales, el ajuste solo refleja parcialmente la importante mejora de la capacidad de financiación del sector privado, que desde el inicio de la crisis ha aumentado su ahorro y reducido su inversión, puesto que las AAPP han incrementado considerablemente sus necesidades de financiación. La mejora de la capacidad de financiación del sector entre 2007 y 2009 ascendió a 18 pp del PIB, con una aportación relativamente similar de empresas y hogares. Como consecuencia de este proceso, las familias mostraban en el conjunto de 2009 una capacidad de financiación equivalente al 7,1% del PIB, mientras que el saldo del sector empresarial continuaba siendo deficitario (2,2% del PIB), en cuantía muy inferior, en todo caso, a la del año precedente.

... y a modificar la dinámica de la inflación, que durante la mayor parte del año registró valores negativos, influida también por los descensos en los precios de la energía...

Los recortes de la demanda interna influyeron sobre la trayectoria de la inflación, que redujo su ritmo de avance de forma muy significativa a lo largo del ejercicio, influida también por los descensos de los precios de los productos energéticos. En el promedio de 2009, el IPC se redujo un 0,3%. La moderación de precios fue superior a la de la zona del euro, lo que determinó que los diferenciales de inflación fueran negativos durante prácticamente todo el año, algo inédito desde la puesta en marcha de la UEM (véase gráfico 1.3). La



FUENTE: Eurostat.

... en relación con los niveles del año previo

disminución de la inflación subyacente como consecuencia de la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos y de la moderación de los aumentos de los correspondientes a los servicios —donde se han producido los mayores progresos en relación con la UEM— refleja la existencia de un incremento en la sensibilidad de los precios a la situación cíclica y, posiblemente, de cambios en los procesos de fijación de precios que han de consolidarse, pues suponen una aportación muy valiosa para la mejora de la competitividad y la recuperación del crecimiento. Para lo que resta de 2010, se espera que continúe la trayectoria de moderación, en un contexto de debilidad del gasto, a pesar del posible impacto del IVA a partir de julio.

Pero el rasgo más negativo de la economía española durante la crisis ha sido la magnitud alcanzada por el proceso de destrucción de puestos de trabajo y por el incremento del desempleo

El rasgo diferencial más negativo del comportamiento de la economía española durante la crisis es la intensidad alcanzada por la destrucción de puestos de trabajo (-6,7% en el promedio del año) y por el incremento en la tasa de paro (hasta situarse en el 20% en el primer trimestre de este año), cifras que reflejan una respuesta contundente del mercado laboral a la contracción de la actividad, de mayor intensidad que en otros países europeos y que comporta flujos de salida del mercado laboral más intensos que en fases recesivas previas. A pesar del deterioro cíclico, los salarios reales mostraron un acusado repunte, si bien su impacto sobre los costes laborales por unidad de producto se vio

amortiguado por el incremento de la productividad, debido, en gran medida, a la destrucción de empleo.

Y se ha producido un severo deterioro de las finanzas públicas como consecuencia de la severa contracción de la actividad y de las medidas excepcionales de estímulo

Otro aspecto que ha ido cobrando importancia creciente a medida que se prolongaba la fase recesiva ha sido el deterioro de las finanzas públicas. La contracción económica ha socavado las bases impositivas, produciendo una intensa reducción en la recaudación, y ha acelerado el gasto en prestaciones por desempleo y en otras partidas ligadas al ciclo. Pero, adicionalmente, las medidas de estímulo excepcionales adoptadas por el Gobierno ante la profundidad de la recesión, en línea con las orientaciones seguidas a escala global, han determinado un impulso fiscal de gran magnitud, superior al de otros países desarrollados, contribuyendo a ampliar el desequilibrio fiscal. Este cúmulo de factores ha reducido la ratio de ingresos públicos con respecto al PIB en 6,4 pp desde 2007 (hasta el 34,7%) y ha aumentado la ratio de gasto en 6,7 pp (hasta el 45,9%), elevando el déficit público a una cifra récord en 2009, del 11,2% del PIB. La deuda pública, por su parte, se situó en el 53,2% del PIB, frente a un mínimo histórico del 36,2% del PIB dos años antes.

La complejidad de los factores que subyacen a la recesión en España tiene importantes implicaciones para la recuperación de una senda de crecimiento sostenido. En este capítulo se abordan, en primer lugar, aquellos aspectos del ajuste que mayor importancia tienen para la consolidación de la recuperación; en concreto, la absorción del exceso de capacidad del sector inmobiliario, la normalización de los flujos de crédito, la respuesta del mercado de trabajo y el ajuste del gasto interno. A continuación se extraen los requerimientos de política económica que emergen de la situación descrita, dejando para el capítulo siguiente la profundización en los problemas de medio plazo relacionados con el crecimiento potencial y con el papel que tienen que desempeñar las políticas de oferta para afrontarlos, desde un enfoque más analítico.

#### 4.1 EL AJUSTE INMOBILIARIO

El ajuste del sector inmobiliario, que comenzó siendo gradual, se ha tornado en abrupto...

Una de las particularidades de la contracción en España es el severo ajuste que ha registrado el sector inmobiliario. Durante la fase de auge, que se prolongó durante casi una década, la combinación de unas condiciones financieras muy holgadas, expectativas de revalorización de los inmuebles, una sustancial mejora en las perspectivas de renta futura y un entorno demográfico extraordinariamente dinámico alentaron la expansión del sector hasta unos niveles que resultarían excesivos, tanto desde el punto de los recursos productivos que se destinarían a la producción de inmuebles como de su valoración y del endeudamiento vinculado a la actividad residencial. Ello hacía inevitable y necesario un ajuste, que comenzó a producirse de forma gradual antes de que se desencadenara la crisis financiera a mediados de 2007, impulsado por el cambio de orientación de la política monetaria del BCE, a lo largo de 2006, y por la revisión a la baja de las expectativas de revalorización de los inmuebles. No obstante, la intensidad de la crisis hizo que los riesgos de un ajuste severo se materializaran abruptamente.

... incidiendo, principalmente, sobre la actividad del sector y, en menor medida, sobre los precios

La actividad del sector ha experimentado una intensa reducción, con un descenso de la ratio de inversión residencial con respecto al PIB de 2,3 pp desde el máximo cíclico, que se alcanzó en 2006-2007, hasta situarse en el 5,2%, por debajo del nivel promedio de los dos últimos ciclos, que ha comportado una drástica pérdida de puestos de trabajo y ha generado un importante efecto arrastre sobre otras ramas productivas. Pese a la intensidad de la contracción, el ajuste no ha concluido todavía. Por el lado de la producción, y debido al desfase que existe entre los procesos de iniciación y de finalización de viviendas, el exceso de capacidad del sector continuó ampliándose a lo largo de 2009, aunque a tasas cada vez más reducidas. La absorción de este excedente requerirá algún tiempo, tanto más prolongado cuanto más tarde en recuperarse la demanda o en completarse el ajuste en los precios, y limitará la posible contribución al crecimiento de la inversión residencial, que se mantendrá por debajo de sus niveles medios históricos. Por su parte, la corrección de los precios ha sido menos acusada —los precios inmobiliarios han descendido en torno a un 12%, dependiendo de las distintas fuentes, si bien este es un terreno

en el que la calidad de las estadísticas no está todavía a la altura de de la importancia que tiene el sector—, aunque ha generado una pérdida de valor de la riqueza inmobiliaria, que, unida al efecto del desempleo y a la pérdida de confianza, está contribuyendo a retraer el consumo privado y a que aumente la tasa de ahorro (véase recuadro 5.1).

La continuación del proceso de ajuste en el sector inmobiliario hasta su culminación supondrá una fuente de detracción de gasto en los próximos trimestres que limitará el recorrido de la recuperación de la economía española en el corto plazo, pero constituye un elemento esencial para que el dinamismo económico se asiente sobre una base más sólida.

#### 4.2 LA CONTRACCIÓN DEL CRÉDITO

El crédito a las empresas y a las familias ha entrado en una fase de contracción como resultado de un conjunto complejo de factores

Las tasas de crecimiento del crédito a las familias y a las empresas españolas, que observaron registros en el entorno, respectivamente, del 20% y del 30% en el momento de mayor expansión del ciclo crediticio, han pasado a valores prácticamente nulos en el primer caso y claramente negativos —alrededor del -5%— en el segundo (véase gráfico 1.4).

No es fácil, sin embargo, aislar la contribución específica que ha prestado cada uno de los factores responsables de este cambio. Por un lado, las fuentes de información que distinguen explícitamente los componentes de demanda y de oferta que subyacen a la evolución observada del crédito son limitadas y se basan en encuestas que recogen opiniones subjetivas. Por otro, y de manera más fundamental, la propia situación cíclica de la economía afecta simultáneamente a las peticiones de fondos y a las condiciones en las que las entidades están dispuestas a satisfacerlas. En particular, una situación de crisis económica conlleva una revisión a la baja de los planes de gasto del sector privado —menor demanda, pues, de recursos financieros—. Pero, al mismo tiempo, limita su capacidad de pago, reduciendo así su solvencia, lo que se traduce en unas condiciones de oferta más estrictas, endurecimiento que, además, es probable que afecte de manera heterogénea a familias y empresas y, dentro de estas, a las de diferente tamaño. Si, como ha ocurrido en este caso, se solapan una crisis económica y una crisis financiera internacional, las dificultades de diagnóstico se multiplican. No obstante, una visión de la evolución reciente del crédito desde una perspectiva temporal suficientemente amplia suministra claves muy relevantes para comprender el papel que está desempeñando en esta fase cíclica de la economía española.

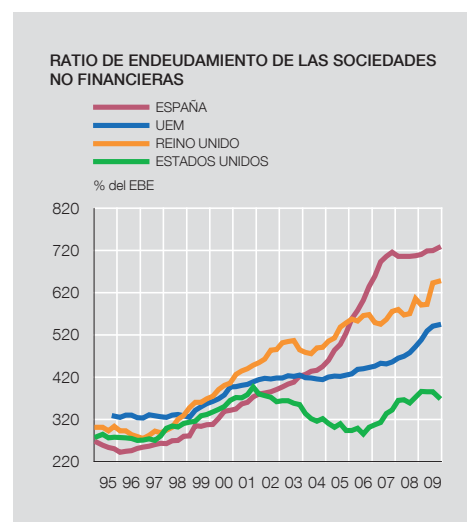
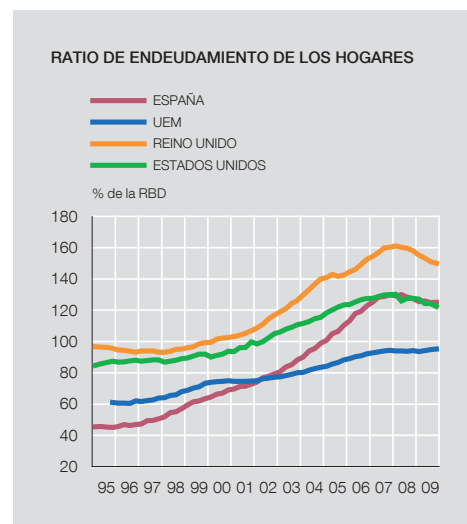
Antes de la crisis operaban ya distintas fuerzas contractivas, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta de préstamos...

El máximo cíclico en el comportamiento del crédito se alcanzó aproximadamente a finales de 2006, con bastante antelación, pues, al inicio de la crisis. De este modo, la desaceleración de los préstamos bancarios respondió, al principio, a factores predominantemente idiosincrásicos, entre los que desempeñó un papel de primera magnitud la propia exuberancia de la expansión de las deudas. Tasas de crecimiento del crédito del 20% o del 30% eran insostenibles y se tradujeron en ratios de endeudamiento de las empresas y de las familias que, aunque partían de niveles relativamente reducidos, superaron rápidamente los valores medios de los países de nuestro entorno (véase gráfico 1.2).

Otro factor específico fue la marcada concentración de los préstamos bancarios en el sector de la construcción, promoción y compra de viviendas. Conforme se fue acumulando la evidencia sobre el sobredimensionamiento de este sector, comenzaron a materializarse presiones bajistas tanto sobre la oferta de fondos por parte de unas entidades crecientemente expuestas a esta fuente de riesgos como sobre la demanda de unos agentes sobreendeudados y enfrentados a la perspectiva de una modulación de los precios y de la actividad inmobiliarios.

... a las que vinieron a sumarse los efectos negativos de la

La crisis internacional añadió nuevas presiones, contractivas también, sobre la demanda y sobre la oferta de crédito. La confianza de las familias y de las empresas españolas se redujo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, Reserva Federal, UK Office National Statistic y Banco de España.

crisis internacional sobre los planes de gasto...

bruscamente, como lo hicieron también sus expectativas de rentas futuras y, por tanto, su riqueza. Todo ello, en un contexto caracterizado por un incremento sustancial de la incertidumbre, se tradujo en un fuerte ajuste de sus planes de gasto y, por tanto, de la demanda de fondos con los que financiarlos.

... y la solvencia de los prestatarios...

El aumento de la incertidumbre ha venido acompañado, asimismo, de una reevaluación generalizada del nivel de riesgo existente en las economías, un nivel que antes de la crisis había sido claramente infravalorado, también, por las propias familias y empresas, cuyas ratios de endeudamiento, que en otros momentos pudieron parecer asumibles, pasaron a resultar claramente excesivas. Este cambio afectó no solo a su disposición a solicitar nuevos préstamos, sino también a su capacidad para obtenerlos, habida cuenta de la mayor precariedad de su posición patrimonial. Debe señalarse, en este sentido, que la corrección realizada hasta el momento en las ratios de endeudamiento del sector privado ha sido limitada, incluso cuando se descuenta el efecto coyuntural que ha tenido sobre esas ratios la recesión de 2009. Es evidente que un creciente dinamismo de las rentas de los hogares y de las sociedades contribuiría positivamente a mitigar el efecto contractivo de este factor sobre la demanda y la oferta de crédito.



... así como sobre el apalancamiento y la dimensión óptimos del sector financiero

La revaluación de los riesgos afectó también a los propios intermediarios financieros, más rigurosos en su valoración de los riesgos y enfrentados, a su vez, a unos mercados más exigentes. Las entidades de crédito españolas resistieron los primeros embates de la crisis financiera internacional desde una posición de relativa fortaleza, como resultado de la confluencia de una serie de factores. Entre ellos, cabe destacar el elevado peso relativo de sus pasivos a largo plazo, que limitó sus necesidades de refinanciación en los momentos más críticos; su modelo de negocio eminentemente orientado a la banca minorista, poco expuesto a las pérdidas y a los problemas de liquidez asociados a los tristemente célebres activos tóxicos y más fácil de explotar para incrementar la base de depositantes; y los colchones acumulados en términos de provisiones como resultado de un sistema de regulación y supervisión prudenciales más intenso que en otras latitudes. Es evidente, por otro lado, que la paulatina normalización de los mercados financieros internacionales ha contribuido también a reducir la presión sobre la oferta de crédito.

No obstante, la duración de la crisis y, sobre todo, sus efectos sobre la economía española han ido deteriorando los colchones disponibles, en un contexto en el que los niveles de apalancamiento admisibles por los mercados y los reguladores tenderán a ser menores. De ello se deriva la necesidad de acometer un proceso de redimensionamiento del sector cuya incidencia sobre la oferta de crédito tenderá a ser tanto menor cuanto más rápido y ordenado sea este. Los retos, en este sentido, son mayores para las entidades que asumieron más riesgos durante la fase alcista del ciclo crediticio, de las que cabe esperar ahora una actitud más decidida que permita explotar adecuadamente las posibilidades existentes para garantizar la eficiencia del proceso. Con esta finalidad se han introducido importantes cambios regulatorios que han ampliado sustancialmente los resortes y herramientas disponibles para la adaptación y reestructuración de entidades, mediante el nuevo marco proporcionado por la creación del FROB (Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria). Las reformas introducidas, con un amplio respaldo parlamentario y la prescriptiva aprobación de las autoridades europeas, ya han permitido el inicio del proceso mediante la puesta en marcha de varias operaciones de integración de entidades. Estas cuestiones se tratan en mayor profundidad, como es habitual, en la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* y en el *Informe de Estabilidad Financiera*, pero también se abordan desde un plano más general en el recuadro 6.1 de este Informe.

La evolución futura del crédito estará condicionada por el comportamiento cíclico habitual de esta variable y por el proceso de saneamiento de prestamistas y prestatarios

Los patrones históricos de comportamiento del crédito evidencian una marcada prociclicidad de esta variable, que en episodios pasados comparables ha tendido a recuperarse con un cierto retraso con respecto a la propia actividad económica. En esta ocasión, la evolución futura de los préstamos bancarios estará condicionada también por la necesidad que tienen tanto las entidades de crédito como las familias y las empresas de afrontar los retos de saneamiento que se han señalado a lo largo de este epígrafe (que se analizan con mayor detalle en el recuadro 1.1). La superación de esos envites resulta imprescindible para evitar que se generen distorsiones en el funcionamiento de los canales financieros que puedan obstaculizar la recuperación de una senda sostenible de crecimiento del producto y del empleo.

#### 4.3 LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

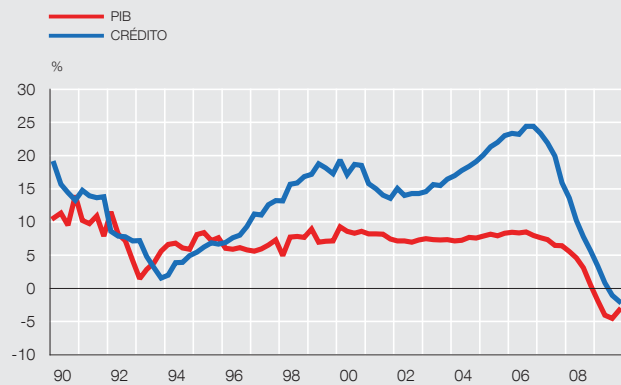
Pero la mayor fuente de dificultades para la superación de la crisis proviene de la intensidad que ha alcanzado el proceso de destrucción de empleo...

Pero la mayor fuente de dificultades para la superación de la crisis proviene de la intensidad que ha alcanzado el proceso de destrucción de empleo (más de 2 millones de personas desde el momento máximo de ocupación, en el tercer trimestre de 2007) y el incremento del desempleo (por encima de 4,6 millones de parados en los primeros meses de este año) (véase gráfico 1.5). El recorte de plantillas ha afectado muy negativamente a la renta disponible y, por esta vía, al gasto interno, pero también ha incidido de manera muy desfavorable sobre la confianza y las expectativas, amplificando las tendencias contractivas del gasto. La prolongación de una situación de estas características, en la que el empleo tarde en recuperarse y no mejoren las perspectivas laborales, supondría un obstáculo importante para la recuperación del crecimiento y para el ajuste de las finanzas públicas.

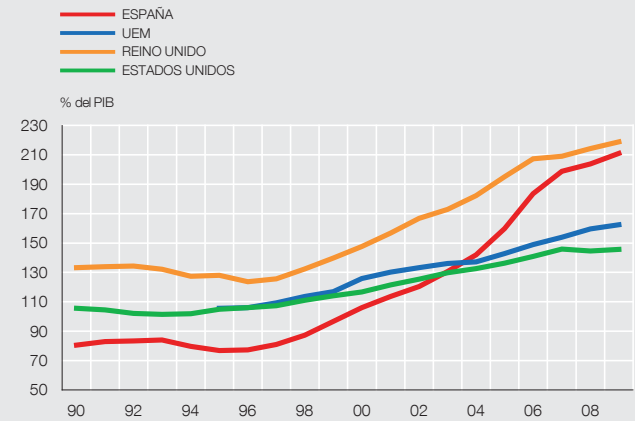
Dado el papel que tiene el recurso a la deuda bancaria en la financiación de las decisiones de gasto del sector privado, y en un contexto como el actual de contracción de estos pasivos, el análisis de las perspectivas de la evolución de esta variable es especialmente relevante en la valoración de las posibilidades de recuperación de la economía española. Para ello puede ser útil co-

menzar repasando la relación entre el crédito y el ciclo económico en otros episodios comparables. En este sentido, en el gráfico se aprecia el marcado carácter procíclico de este. Concretamente, en las etapas expansivas tiende a crecer a un ritmo mayor que el del PIB, lo que refleja el hecho de que durante estos períodos las familias y las empresas tienen generalmente unas expectativas

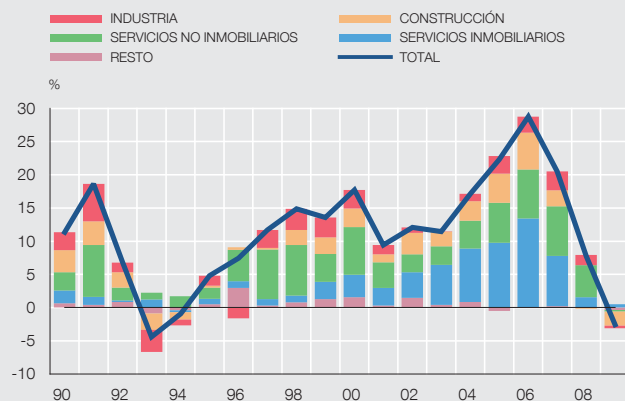
**1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO Y PIB**  
(Crecimiento interanual en términos nominales)



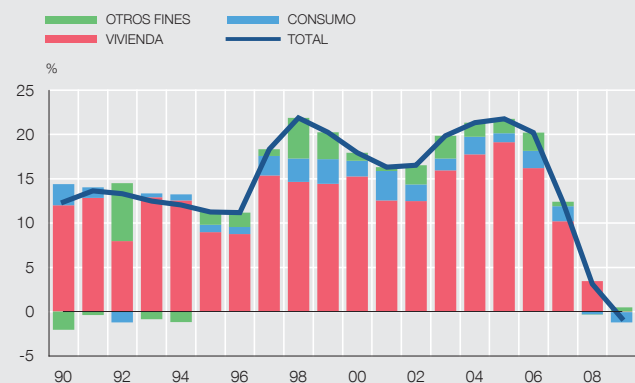
**2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**



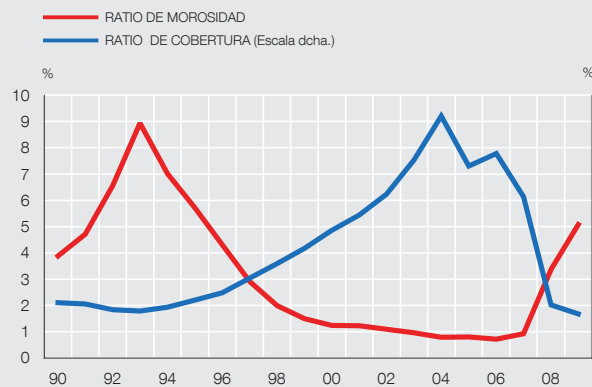
**3 CRÉDITO PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS**  
(Crecimiento interanual y contribuciones)



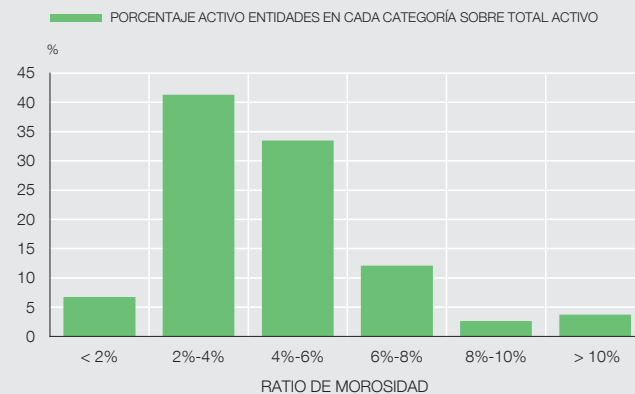
**4 CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS**  
(Crecimiento interanual y contribuciones)



**5 ENTIDADES DE CRÉDITO. MOROSIDAD Y PROVISIONES**



**6 ENTIDADES DE CRÉDITO. DISTRIBUCIÓN DE LA MOROSIDAD**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, Reserva Federal, UK Office for National Statistics y Banco de España.

favorables de evolución de sus rentas futuras, de modo que aumenta su predisposición a recurrir a la deuda para financiar su gasto. Por su parte, los oferentes de estos fondos durante dichas etapas tienden a aceptar en mayor medida estas peticiones, ya que suelen percibir menores riesgos en la solvencia de los prestatarios. En las fases de menor crecimiento económico, estas mismas fuerzas operan en sentido contrario, de modo que el dinamismo de la deuda se reduce con mayor intensidad que el del producto, llegando a avanzar a un menor ritmo durante algún tiempo, lo que permite que se reduzcan las ratios de endeudamiento y mejore la solvencia de los agentes. Así, por ejemplo, en la recesión de 1992-1993 el crédito alcanzó el mínimo cíclico (fecha de menor expansión) tres trimestres después de que lo hiciera el PIB y estuvo posteriormente creciendo menos que este durante casi tres años (véase gráfico 1).

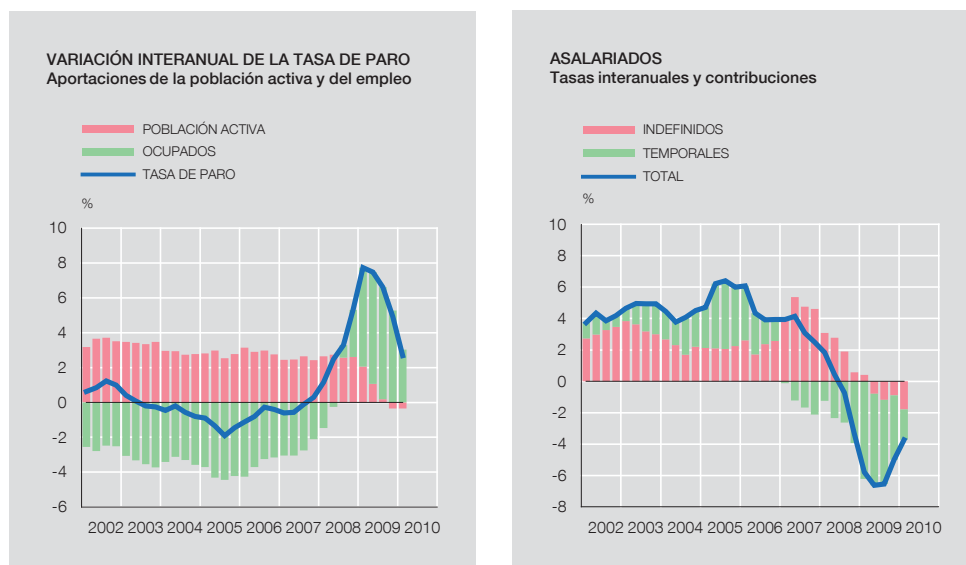
Estos efectos cíclicos se aprecian claramente en la evolución más reciente del crédito, en la que la crisis económica ha venido acompañada de una fuerte desaceleración de estos pasivos. Pero, a pesar de ello, a finales de 2009 estos seguían avanzando a un ritmo que, aunque negativo, era todavía superior al del PIB nominal. La simple extrapolación de comportamientos pasados sugeriría que, incluso en un escenario de recuperación económica, la financiación bancaria debería avanzar durante algún tiempo por debajo de lo que lo hace el producto. Además, si se repiten las pautas de los ciclos anteriores, el punto de mayor contracción de esta variable no se habría alcanzado todavía.

Pero, además de los factores cíclicos tradicionales, es previsible que la evolución del crédito durante los próximos trimestres responda también a otros elementos relacionados con algunos ajustes necesarios en la posición patrimonial tanto del sector privado como del sistema financiero. Así, en relación con lo primero, conviene recordar que la ratio de endeudamiento de empresas y familias, que partía de un nivel inferior al de otras economías de nuestro entorno, llegó a superar a la del promedio de la UEM y de Estados Unidos, situándose próxima a la de Reino Unido (véase gráfico 2), si bien en el caso de las familias una parte comparativamente mayor de estos pasivos se destinó a financiar la adquisición de viviendas. Este exceso de apalancamiento, en cualquier caso, tenderá a limitar la demanda de recursos, dado el menor margen relativo de los hogares y de las sociedades para hacer frente a las obligaciones asociadas a nuevos pasivos, sobre todo en un contexto en el que no es previsible que el dinamismo de sus rentas vaya a recuperarse de manera rápida. Estos factores pesarán también sobre la oferta de préstamos en la medida en que esta situación afecta negativamente a la solvencia de los prestatarios.

La necesidad de ajuste de los balances del sector privado será previsiblemente mayor para algunos grupos de agentes, como las empresas vinculadas al sector inmobiliario, en el que los excesos acumulados han sido mayores y la corrección es aún incompleta. Así, como se observa en el gráfico 3, durante la etapa previa a la crisis las compañías inmobiliarias concentraron una proporción importante de la nueva financiación destinada a las actividades productivas, sin que se haya observado todavía una reducción de los volúmenes de deuda viva, que sí se aprecia en el resto de ramas. En el sector de hogares, el crecimiento del crédito durante los años previos a la crisis, con ser muy elevado, no llegó a alcanzar niveles tan altos, y además se destinó principalmente a la adquisición de vivienda (véase gráfico 4).

El sistema financiero, por su parte, que resistió la primera oleada de la crisis financiera internacional mejor que los intermediarios de otros países, se ha visto más recientemente afectado de forma creciente por el impacto de la crisis económica sobre la calidad de su cartera. En concreto, la ratio de morosidad, que se había llegado a situar en niveles históricamente muy reducidos, se ha elevado rápidamente, aunque sin superarse todavía los valores alcanzados en la recesión de 1992-1993 (véase gráfico 5). De este modo, los márgenes de los que disponía se han ido reduciendo progresivamente. Así, la ratio de cobertura de los préstamos dudosos ha retrocedido desde el 260% en que se situaba en 2006 a menos del 60% a finales de 2009. En consecuencia, no se puede descartar que deterioros adicionales de las carteras crediticias puedan reflejarse en mayor medida que hasta ahora en descensos de los beneficios. Este impacto de la crisis, además, está siendo heterogéneo entre las entidades, como ilustra, por ejemplo, la elevada dispersión de las ratios de morosidad (véase gráfico 6). De todo esto se deriva la necesidad de que se acometa un redimensionamiento de este sector, necesidad a la que contribuirán también los mayores niveles de capital requeridos por los mercados y los reguladores. En este marco no es previsible que las condiciones de oferta crediticia se puedan relajar significativamente.

En definitiva, aunque, en el corto plazo, puedan persistir dificultades para la recuperación del crédito, en un horizonte más dilatado los ajustes permitirán reforzar la solidez del sistema financiero, condición indispensable para una intermediación financiera eficaz que contribuya positivamente al crecimiento de la actividad y del empleo. La duración y la intensidad de la fase de escaso dinamismo de los préstamos bancarios dependerán, en todo caso, de la rapidez con la que las familias y las empresas, por un lado, y el sistema financiero, por otro, completen los ajustes en marcha.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005 y del cambio de la definición de desempleo en 2001.

... que está recayendo principalmente sobre el empleo temporal...

La magnitud y la velocidad a la que se ha producido la destrucción de puestos de trabajo están siendo muy superiores a lo observado en episodios recesivos anteriores. Las características de la fase cíclica previa, que fue muy intensiva en la generación de empleo y mostró importantes sesgos en la composición sectorial, pueden haber influido en alguna medida en este comportamiento. No obstante, la severidad del ajuste solo puede explicarse por la persistencia de deficiencias institucionales graves en el funcionamiento del mercado laboral, que habían permanecido latentes durante la fase expansiva, en un contexto de profundos cambios demográficos y de modificaciones en la composición de la oferta laboral, pero que han desplegado todos sus efectos con el desarrollo de la crisis. Estas deficiencias hacen que el ajuste del mercado laboral recaiga de manera desproporcionada sobre el empleo, y muy en particular sobre el empleo temporal, cuyo porcentaje sobre el total de ocupados se redujo hasta el 24,4% en el último trimestre del año.

... y ha determinado un incremento muy abrupto en el número de desempleados, que ha incidido con especial gravedad sobre determinados colectivos

El deterioro de las expectativas de empleo terminó por afectar al ritmo de avance de la oferta laboral —con algún retraso con respecto a experiencias pasadas—, como consecuencia de la drástica ralentización de la población en edad de trabajar, motivada por la reducción de las entradas netas de emigrantes y por la minoración en el ritmo de avance de la tasa de participación. A pesar del menor dinamismo demográfico, la tasa de paro se elevó hasta el 20% de la población activa en el primer trimestre de este año. El incremento del desempleo afectó de forma desigual a los distintos segmentos de la población, siendo los colectivos en los que la incidencia fue superior los de varones, inmigrantes y jóvenes, en particular entre los que tienen menor nivel de formación, para los que la tasa de paro alcanzó el 52,2% en los meses iniciales de 2010. El incremento del desempleo está comportando un significativo repunte de la tasa de paro de larga duración. La dificultad que entrañará la absorción de los excedentes de mano de obra de la construcción y la aparición de procesos de histéresis aumentan el riesgo de que el desempleo se convierta en estructural. La materialización de este riesgo constituiría un obstáculo para la recuperación y tendría implicaciones negativas para las posibilidades de crecimiento potencial, que adicionalmente se verían mermadas por el previsible menor crecimiento a largo plazo de la oferta laboral, como se analiza en el capítulo 2.

#### 4.4 LA CAÍDA DEL GASTO INTERNO

La contracción del gasto interno ha alcanzado una gran magnitud

La desaceleración de la renta, la reducción de la riqueza, el endurecimiento de las condiciones de financiación y la incertidumbre sobre las perspectivas laborales han provocado una caída del consumo

La inversión empresarial ha disminuido intensamente

La mejora de la posición patrimonial del sector es imprescindible para recuperar pautas de gasto sobre bases sostenibles

### 5 Las políticas económicas

Las políticas de oferta desempeñan un papel fundamental en la salida de

El descenso del gasto interno ha alcanzado en España cotas particularmente elevadas. Ello se ha debido, en parte, a la significativa reducción de la inversión residencial, como ya se ha comentado, pero igualmente relevante ha sido la contracción del consumo, que, por segundo año consecutivo, ha sido el componente de la demanda interna que más ha contribuido a la caída del PIB.

La renta disponible ha mantenido durante la etapa de ajuste crecimientos positivos —aunque moderados—, sustentada en las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución de los intereses pagados y la moderación de los precios, que compensaron el fuerte retroceso de las rentas salariales. Por su parte, la riqueza se ha reducido como consecuencia, sobre todo, de la caída de los precios inmobiliarios. No obstante, la revisión a la baja de los planes de gasto de las familias a lo largo de esta etapa ha superado lo que cabría esperar de la evolución de estos determinantes. Otros factores, como el endurecimiento de las condiciones de financiación, la percepción de los hogares sobre la necesidad de sanear su posición patrimonial y el deterioro de la confianza y de las expectativas de renta futura —que son aspectos muy vinculados a la situación del mercado laboral—, están desempeñando también un papel decisivo en la contracción del gasto de las familias. Solo atendiendo a estas consideraciones cabe explicar el rápido incremento de la tasa de ahorro, que se situaba al concluir el año en el 18,8% de la renta disponible, con lo que alcanzaba un máximo histórico.

La inversión empresarial ha reaccionado también con intensidad, con una caída sin precedentes, del 20% en el conjunto del año, en medio de unas condiciones globales muy adversas para acometer este tipo de gasto, tanto por las perspectivas de la demanda como por la contracción de los beneficios —que, no obstante, se está viendo atenuada por la reducción de los gastos financieros, a diferencia de lo ocurrido en otros ciclos recesivos— y por el endurecimiento de las condiciones de financiación. Como resultado de este proceso de desinversión, el *stock* de capital de la economía se ha visto erosionado, con implicaciones potenciales para el crecimiento a largo plazo que se analizan en el capítulo siguiente.

De cara al futuro, las decisiones de gasto del sector privado se verán condicionadas por la necesidad de reducir el todavía elevado nivel de apalancamiento, en un contexto en que el escaso dinamismo de las rentas ralentizará la corrección de los ratios de endeudamiento en el corto plazo. El logro de mejoras sustanciales en la posición patrimonial de empresas y de familias requerirá pautas de consumo y de inversión moderadas, pero constituye un paso necesario para que la recuperación se sustente sobre una senda sostenible de gasto.

La recuperación de la economía española se enfrenta a importantes desafíos. Solo cuando se eliminen los excesos del sector inmobiliario y se culmine el proceso de saneamiento patrimonial del sector privado, el gasto interno podrá volver a mostrar ritmos de crecimiento sostenidos. El saneamiento financiero del sector privado debe discurrir, además, en paralelo con la reestructuración de las entidades de crédito, de manera que los flujos de financiación sean suficientes para apoyar los planes de gasto de empresas y familias. Pero, sobre todo, se han de resolver los problemas estructurales que tradicionalmente ha mostrado la economía española —y cuyos efectos se están dejando sentir con particular intensidad durante la recesión—, que limitan la capacidad de ajuste y de crecimiento a largo plazo en el marco de la UEM. Y en todo ello las políticas económicas tienen un importante papel que desempeñar.

La ausencia de resortes por el lado de las políticas de demanda y la necesidad de remover los obstáculos que constriñen la capacidad de crecimiento en el medio y largo plazo hacen que las políticas económicas de oferta desempeñen un papel crucial en la salida de la crisis y en la

la crisis y en la recuperación del crecimiento a medio plazo

recuperación del crecimiento potencial. En el plano de la política monetaria, la previsible recuperación de la actividad en la UEM conducirá posiblemente hacia cierta normalización paulatina de los tipos de interés, situados todavía en niveles mínimos históricos, por lo que no cabe que se produzcan estímulos adicionales a los ya existentes. Por otra parte, tampoco queda margen para instrumentar medidas expansivas en el ámbito fiscal, ya que el desafío primordial consiste, como se analiza a continuación, en articular el programa anunciado para el restablecimiento de la estabilidad presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. De este modo, el ámbito principal de actuación de las políticas económicas se encuentra en las medidas y reformas de corte estructural que faciliten la creación de empleo, aumenten la competitividad, mejoren la eficiencia y la rentabilidad del tejido empresarial, y ayuden, en fin, a reanudar el gasto sobre bases sólidas y a obtener una respuesta flexible y eficiente de la oferta productiva.

#### 5.1 LA CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA Y LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El déficit público es de naturaleza eminentemente estructural

La política fiscal ha realizado un esfuerzo de gran magnitud para contrarrestar los impulsos contractivos del sector privado mediante el juego de los estabilizadores automáticos y la adopción de medidas discrecionales muy cuantiosas, algunas de ellas de carácter temporal. No obstante, el déficit público en España es de naturaleza eminentemente estructural, pues se debe, sobre todo, a una pérdida permanente de ingresos como consecuencia del redimensionamiento del sector inmobiliario que ha venido a sumarse a una trayectoria ascendente del gasto superior al crecimiento tendencial, por lo que se hace ineludible acometer un proceso de consolidación fiscal que frene el rápido deterioro de la dinámica de la deuda. El esfuerzo fiscal requerido para ello, en una situación en la que las previsiones disponibles apuntan a un escenario de crecimiento moderado, es muy intenso y se puede hacer más exigente por la trayectoria que sigan los tipos de interés, tal y como ponen de manifiesto los últimos desarrollos en los mercados financieros, en particular en los de deuda soberana, desencadenados por la crisis de credibilidad fiscal griega y su contagio hacia otras economías vulnerables, así como por los efectos de la crisis sobre el crecimiento potencial de la economía (véase recuadro 1.2). A lo que debe añadirse, más a medio plazo, el impacto sobre el déficit y la deuda del coste del envejecimiento de la población, que, en ausencia de reformas en el sistema público de pensiones, será, de acuerdo con las estimaciones disponibles, uno de los más elevados de la UE.

La consolidación es imprescindible para evitar que la carga de la deuda se incremente en mercados crecientemente sensibilizados frente a la situación de las finanzas públicas

Son numerosos los argumentos que hacen de la consolidación fiscal una necesidad apremiante. En primer lugar, niveles elevados de déficit y ritmos crecientes de deuda pública pueden suponer un encarecimiento de los tipos de interés, sobre todo cuando los mercados se encuentran en estado de alerta frente a la posibilidad de que se produzcan crisis fiscales en algunos Estados y de que estas propaguen tensiones sobre los mercados de bonos. Este riesgo se ha empezado a materializar ya en el área del euro, a raíz de la crisis fiscal griega, que está provocando que los diferenciales de deuda pública de los países más vulnerables hayan aumentado de manera significativa, a pesar de la diferente situación fiscal en la que se encuentran y de que la naturaleza de sus riesgos no es asimilable a la de los de Grecia. En segundo lugar, hay que tener en cuenta los importantes efectos dinámicos del deterioro fiscal. Cuando este es muy rápido, la financiación de los importantes incrementos en la carga de intereses plantea la amarga disyuntiva de recortar el gasto primario o incrementar los impuestos, teniendo ambas opciones efectos negativos sobre el crecimiento, aunque en general serán mayores a largo plazo si se opta por la segunda. Por último, un nivel elevado de deuda pública reduce la capacidad de la política fiscal para responder a perturbaciones negativas futuras. En este sentido, la experiencia española, al principio de la crisis, resulta ilustrativa del margen de maniobra que suministró la posición de partida de las finanzas públicas, lo que aboga a favor de restaurar cuanto antes posiciones presupuestarias saneadas.

De acuerdo con la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) presentado el pasado 29 de enero por el Gobierno de España, la deuda del sector AAPP aumentaría en 38 puntos del PIB entre 2007 y 2013, en un escenario benigno de crecimiento económico y costes de financiación de la carga financiera. A pesar de que el nivel de deuda pública española se situó en 2009 por debajo de la media de la Unión Europea, no deben olvidarse los riesgos que se encuentran asociados al fuerte componente inercial de esta variable, de forma que, una vez que alcanza niveles elevados, resulta difícil quebrar su tendencia, salvo que se produzcan ajustes presupuestarios significativos. Este recuadro ilustra dichos aspectos a partir de la definición de distintos escenarios alternativos de evolución de la deuda pública española en el horizonte de 2013, contruidos a partir de supuestos alternativos sobre el crecimiento del PIB, los tipos de interés y el ajuste fiscal.

La variación de la deuda pública sobre el PIB entre dos años consecutivos depende de cuatro factores fundamentales. En primer lugar, del nivel del saldo público primario, de manera que un saldo negativo de esta variable se traduce en un incremento de la deuda de la misma cuantía. En segundo lugar, del crecimiento del PIB nominal: un crecimiento positivo (negativo) genera una reducción (incremento) de la ratio de deuda sobre el PIB. En tercer lugar, de los pagos por intereses generados por la deuda pública que deben ser financiados, y, finalmente, del ajuste deuda-déficit, que refleja, entre otros aspectos, la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros.

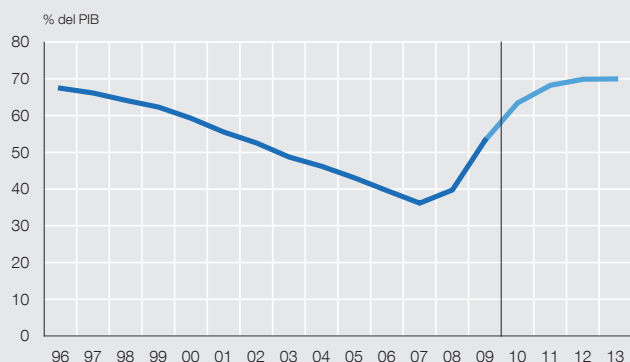
Para ilustrar la importancia relativa de cada uno de estos factores, resulta útil analizar el papel que desempeñó cada uno de ellos en el proceso de reducción de la deuda pública que comenzó en la década de los noventa en España y que permitió un recorte de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de casi 30 pp entre 1995 y 2007. En dicho período se realizó un ajuste del saldo primario del 0,8% del PIB anual entre 1994 y 1999, y del 0,2% entre 2000 y 2007, que se vio favorecido por unas tasas elevadas de

crecimiento del PIB nominal, que se situaron por encima del 7% de crecimiento en promedio en 1994-2007, así como por una evolución favorable de los tipos de interés, que cayeron 4 pp entre 1994 y 2007 (véase gráfico adjunto).

Para evaluar el impacto de estos mismos factores sobre la dinámica de la deuda en los próximos años, se plantean distintos escenarios que toman como base las proyecciones para cada una de estas variables que contempla la APE. En un primer escenario se considera la previsión de deuda pública del escenario central de la APE ajustada por la nueva senda de déficit público aprobada por el Gobierno español el 20 de mayo de 2010 («Escenario central»)<sup>1</sup>, en el que el crecimiento promedio del PIB nominal se sitúa en el 3,4% en el período 2010-2013, el tipo de interés implícito promedio de la deuda en el entorno del 4% y el ajuste del saldo público primario es de 2,4 pp del PIB en promedio entre 2010 y 2013. El segundo escenario se obtiene de considerar conjuntamente los dos factores de riesgo de la APE («Escenario de riesgo»), lo que implica suponer un menor crecimiento promedio del PIB nominal en 2010-2012, de algo más de medio punto con respecto al escenario central y unos tipos de interés superiores en 1 pp a los del escenario base<sup>2</sup>. En tercer lugar, además de los supuestos del escenario anterior, se supone que el ajuste fiscal realizado en cada año del período 2010-2013 es más reducido y, en concreto, similar al ajuste promedio que se realizó en el último proceso de consolidación fiscal (ajuste del saldo primario del 0,8% del PIB). Finalmente, para ilustrar los riesgos que conllevaría la no realización de un proceso de consolidación presupuestaria, en el último escenario se supone que el saldo primario

1. Además, se tiene en cuenta que las ratios de déficit y de deuda públicas sobre el PIB de 2009 resultaron dos décimas y dos puntos, respectivamente, inferiores a las estimadas inicialmente en la APE. 2. Los ejercicios de sensibilidad (análisis de riesgos) de la APE (véase cuadro 5.2 de la APE) solo cubren el período 2010-2012. Para 2013 se aplica la variación en el nivel de deuda proporcionada en la APE (véase cuadro 4.5 de la APE) sobre el nivel de deuda de este escenario en 2012.

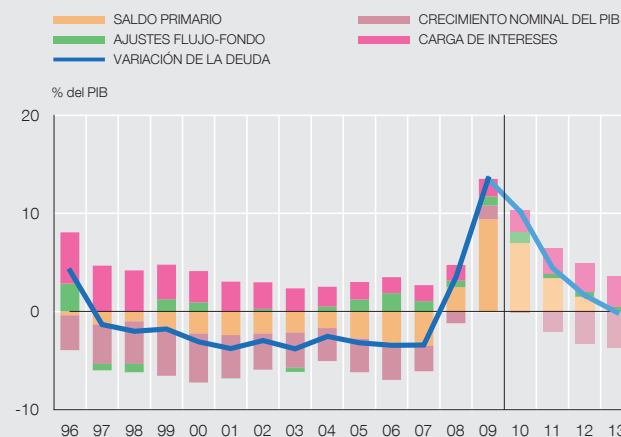
## 1 EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB



FUENTES: Actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013 y Banco de España.

NOTA: A partir de 2009 se toman las proyecciones del escenario central del Programa de Estabilidad 2009-2013, modificadas por la senda de déficit público aprobada en mayo de 2010.

## 2 EVOLUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB





se mantiene en el período 2010-2013 en los niveles de 2009. En los dos últimos escenarios cabe mencionar que se realiza un ejercicio puramente contable, y que se mantienen los restantes supuestos de la APE.

En el escenario central, la ratio de deuda se estabilizaría en un nivel cercano al 70% del PIB en 2013. Por su parte, el escenario de riesgo de la APE elevaría la ratio de deuda pública en 2013 hasta el 75% del PIB, 5 pp por encima del escenario base, lo que pone en evidencia la importancia del comportamiento de las variables macroeconómicas sobre la dinámica de la deuda. Finalmente, tanto el escenario de «no consolidación» como el de «consolidación similar a la de los años noventa» muestran que, si el ajuste es de magnitud reducida o si se retrasa, la deuda podría aumentar rápidamente a niveles muy elevados.

Asimismo, más allá del horizonte de 2013, conviene considerar algunos factores adicionales de riesgo que podrían afectar a la evolución de la deuda pública a más largo plazo, vinculados principalmente al envejecimiento de la población, dada la estructura demográfica actual y prevista. En concreto, sobre la base de supuestos demográficos y macroeconómicos comunes del Grupo de trabajo sobre envejecimiento, del Comité de Política Económica de la UE, se estima que

el gasto asociado al envejecimiento como porcentaje del PIB aumentará en nueve puntos en el período 2007-2060. En este contexto, la necesidad de acometer el proceso de consolidación fiscal se hace aún más necesaria.

Los sencillos ejercicios presentados en este recuadro permiten ilustrar los riesgos vinculados a la acumulación de la deuda pública, incluso cuando se parte de un nivel reducido en términos comparativos con el promedio de la UE. Dada la situación fiscal de 2009, con un déficit del 11,2% del PIB, el ajuste fiscal es, por tanto, absolutamente necesario si se quiere evitar un crecimiento excesivo de la deuda pública. Además, el ajuste fiscal deberá ser de una magnitud muy significativa y muy superior al realizado entre 1993 y 2007, dado que la situación fiscal de partida es ahora también más negativa y no cabe esperar que el juego del crecimiento del PIB y de los tipos de interés favorezca la reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB, frente a lo que ocurrió en el anterior período de consolidación fiscal. Por supuesto, un escenario de crecimiento del PIB superior al previsto en los escenarios presentados en este recuadro tendría efectos beneficiosos sobre la dinámica de la deuda pública, lo que pone de manifiesto, también desde esta perspectiva, la importancia de realizar las reformas estructurales necesarias para mejorar el potencial de crecimiento de la economía.

La consolidación fiscal se enfrenta a la dificultad de perseguir el doble objetivo de ser eficaz para reducir el déficit público y estabilizar la deuda y de minimizar sus potenciales efectos adversos sobre el crecimiento a corto plazo. Lo aprendido del pasado muestra que la mejor manera de sortear tales aprietos es concentrar el esfuerzo de consolidación en el recorte del gasto corriente —aunque, dada la magnitud del desajuste presupuestario, hace inevitable recurrir también a un incremento de los recursos mediante las figuras tributarias que menos distorsiones generen—. Y para ello habrá que guiarse por reglas fiscales claras y transparentes, utilizando en toda su extensión las provisiones de nuestro marco institucional: las Leyes de Estabilidad Presupuestaria y el Programa de Estabilidad, en su nueva concepción, que comportará mecanismos más eficaces para garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos.

En España, una vez que se había agotado el margen de actuación expansiva, la mejor contribución que la política fiscal podía prestar al crecimiento era mediante la implementación rigurosa del plan de consolidación fiscal dentro de los plazos marcados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Gobierno se comprometió a instrumentar un programa de consolidación fiscal, de acuerdo con las recomendaciones del ECOFIN de noviembre de 2009, cuyas directrices se plasmaron en la Actualización del Programa de Estabilidad que presentó en enero de este año. El Programa reconocía la existencia de un elevado déficit estructural y planteaba su reducción en el período 2010-2013, hasta situar el saldo deficitario en el 3% del PIB al final del horizonte de proyección, sobre la base de un pronunciado recorte del gasto público, si bien se basaba en un escenario macroeconómico relativamente benigno, por lo que su cumplimiento podía exigir esfuerzos adicionales a los previstos, tal y como formuló el Consejo ECOFIN en su opinión sobre la Actualización del Programa de Estabilidad.

Con posterioridad, en el contexto de reforzamiento del compromiso de los Gobiernos y de las instituciones europeas con la estabilidad del área que se produjo ante el recrudecimiento de

las tensiones generadas por la crisis fiscal griega, el Gobierno español adoptó el 20 de mayo un programa de consolidación fiscal más ambicioso, con el que se trataba de evitar un deterioro que habría tenido graves consecuencias sobre la economía y para la estabilidad de la zona del euro. El programa adelanta una parte importante de la reducción del déficit a los años 2010 y 2011, fecha en que se situaría en el 6% del PIB, y comporta una serie de medidas que actúan directamente sobre su componente estructural, que podría recortarse en más de la mitad, como se describe en el capítulo 5 de este *Informe Anual*. El esfuerzo de austeridad asumido por el Gobierno responde a la excepcionalidad de la situación y a la voluntad de enderezar la evolución de las finanzas públicas. Es imprescindible, en todo caso, asegurar que los objetivos se implementen de manera estricta, pues cualquier desviación respecto a lo anunciado suscitará importantes problemas de credibilidad. Para garantizar su estricto cumplimiento, habrá que reforzar los procedimientos de seguimiento y supervisión, buscar fórmulas que aseguren el cumplimiento de los objetivos establecidos, en particular en las Administraciones Territoriales, y enderezar la dinámica de algunas partidas de gasto.

En la situación actual, la reforma de las pensiones es especialmente oportuna

En una situación como la actual, y ante las exigencias que la misma plantea, la adopción de reformas en el sistema de pensiones, en línea con la propuesta realizada por el Gobierno, es especialmente oportuna, porque permite una mejora de la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas sin generar efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo.

## 5.2 OTRAS POLÍTICAS DE REFORMA ESTRUCTURAL

Las reformas estructurales son cruciales para impulsar el crecimiento a largo plazo y subsanar las deficiencias del mercado de trabajo...

El principal instrumento con el que cuentan las autoridades nacionales para impulsar las perspectivas de crecimiento a largo plazo es el de las reformas estructurales, que resultan incluso más apremiantes tras la crisis, pues es preciso resolver cuanto antes las ineficiencias que se han puesto de manifiesto durante su desarrollo, lo que exige modificar algunos de los marcos institucionales vigentes y pautas de comportamiento arraigadas.

El comportamiento del empleo durante la presente fase cíclica indica que los mecanismos de ajuste del mercado de trabajo español ante la aparición de perturbaciones no funcionan de forma adecuada, pues hacen recaer excesivamente el peso del ajuste sobre el empleo. Este tipo de respuesta revela la existencia de importantes deficiencias en el funcionamiento de las relaciones laborales y resulta muy costosa desde el punto de vista del crecimiento económico a largo plazo y del bienestar social.

La excesiva segmentación del mercado de trabajo (que resulta de la coexistencia de un grado de protección muy elevado para el colectivo de trabajadores con contrato indefinido y de una amplia gama de modalidades de contratos temporales con costes de extinción muy reducidos) determina costes elevados para la contratación estable y la estabilidad del empleo, y que la movilidad laboral se concentre, casi de manera exclusiva, en un colectivo muy amplio de trabajadores con contratos temporales, que tienen escasas posibilidades de formación y reciclaje. El sistema de negociación colectiva tiende a exacerbar, además, algunas de las implicaciones de la segmentación del mercado laboral, al fomentar incrementos salariales uniformes, con escasa sensibilidad cíclica y con una elevada indiciación a la inflación pasada. Es un sistema que, en conjunto, obstaculiza que los salarios relativos sirvan como mecanismo de señalización de la reasignación de recursos hacia los sectores con mayor potencial de desarrollo.

Resulta prioritario, por tanto, modificar las instituciones del mercado de trabajo a través de una reforma integral que incida simultáneamente sobre los sistemas de negociación colectiva y las modalidades de contratación, y que, al mismo tiempo, refuerce los sistemas de formación y de intermediación. Ello permitiría mejorar la capacidad de reasignación del empleo entre

... y han de incidir también sobre el mercado de la vivienda, las actividades de servicios y las industrias de red

empresas y sectores, aumentaría la capacidad de ajuste de la economía ante perturbaciones y ayudaría a promover un cambio en el modelo productivo que ha prevalecido durante el último ciclo económico.

La regulación del mercado de la vivienda —en particular, de aquellos aspectos que determinan un escaso desarrollo del segmento de alquiler— ha concurrido de manera manifiesta a la gestación de uno de los desequilibrios más importantes acumulados durante la fase expansiva y ha generado también importantes ineficiencias en el ajuste durante la recesión. Actuaciones que fomenten el desarrollo del mercado de alquileres contribuirán a dar salida al *stock* de viviendas sin vender, facilitar el acceso a servicios de alojamiento y promover la movilidad regional de los trabajadores. En 2009 se han aprobado distintas medidas en este sentido, entre las que destacan el anuncio de una serie de iniciativas orientadas al aumento de la eficiencia judicial en los procesos arrendaticios, y se han modificado algunos de los aspectos de la Ley de Arrendamientos. Sin embargo, se mantienen los principales elementos de esta Ley relativos al plazo obligatorio de los contratos y al control de las rentas de alquiler. Por su parte, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible, que se encuentra en el momento de redactar este Informe en proceso de tramitación parlamentaria, y que ha sido diseñada para impulsar el crecimiento a largo plazo, propone un avance en el reequilibrio entre el tratamiento fiscal de la vivienda en alquiler y la propiedad. En el ámbito de los servicios, la moderación de los precios finales a lo largo del último año y medio refleja un importante incremento en la sensibilidad cíclica de los mismos, que puede ser, en parte, el resultado de cambios en las pautas de fijación de precios en entornos crecientemente competitivos. Los avances más concretos en las reformas estructurales se han dirigido, precisamente, a la liberalización del sector y a la reducción de las cargas administrativas. En este sentido, en 2009 se avanzó en la transposición de la Directiva de Servicios, con el objetivo, entre otros aspectos, de facilitar el libre acceso a la provisión de determinados servicios y de reducir las cargas administrativas. Ambas líneas de reforma se tratarán de profundizar con la Ley de Economía Sostenible. Pese a ello, se detecta la persistencia de trabas al libre funcionamiento de ciertas actividades, como pueden ser las de comercio al por menor.

En relación con las industrias de red, los efectos de los procesos liberalizadores de la última década son más visibles en el sector de las telecomunicaciones, aunque persisten ciertos segmentos en que todavía se perciben algunas rigideces, que son de importancia decisiva para aprovechar las ventajas que proporciona el desarrollo de la sociedad de la información. En el terreno de la energía, a pesar de los numerosos cambios regulatorios que se han introducido con una finalidad liberalizadora, el grado de competencia existente de facto dista de estar a la altura de los requerimientos para que el sector pueda desplegar sus sinergias potenciales hacia el resto de la economía. Es necesario, por tanto, alcanzar mejoras efectivas en el entorno competitivo en el que se desenvuelven las empresas del sector, en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea. Por último, en relación con el sector del transporte, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible incorpora distintas actuaciones para incrementar la competencia en el mercado de transporte interurbano de viajeros y fomentar el transporte por ferrocarril a través, por ejemplo, de la mejora de la conexión entre distintos medios de transporte.

Finalmente, la reforma del sistema educativo y el rediseño de los incentivos para una mayor acumulación de capital tecnológico contribuirían también a incrementar la eficiencia de los factores de producción y, por tanto, a incrementar el crecimiento potencial de la economía. Estas reformas se tratan con mayor detalle en el capítulo siguiente, que ahonda también en el análisis de los obstáculos que plantea el diseño institucional de las relaciones laborales para una recuperación pronta y sostenida de la economía española.