



## COYUNTURA ECONÓMICA

### Cuarto Trimestre 2008

- ☞ La economía española ha entrado en una de las peores crisis que se recuerdan. La combinación de una burbuja inmobiliaria propia y la crisis bancaria internacional ha resultado ser letal. Desde mediados de año estamos en plena recesión. Es sólo el prolegómeno de lo que nos espera: una de las situaciones más difíciles que hayamos tenido que afrontar a lo largo de la historia económica reciente hasta el punto de que no sólo condicionará nuestro presente sino también nuestro futuro. Los ciudadanos han de hacerse a la idea de que con un entorno económico tan poco favorable y una perspectiva de crecimiento tan modesta las retribuciones económicas y el bienestar social de la gran mayoría se verá seriamente afectado.

Con un sector inmobiliario en ruinas, con una competitividad destrozada por la inflación y la falta de productividad, con salarios y presión fiscal sobredimensionados, con familias y bancos endeudados, la economía española habrá de recomponer, una vez que pase el temporal de la crisis financiera, los fundamentos de un modelo económico sostenible que tendrá que ver muy poco con el del pasado.

- ☞ Los planes de ayuda financiera instrumentados por todos los Gobiernos occidentales tienen ante sí la enorme tarea de recuperar la confianza de los inversores para luego diseñar un nuevo sistema de regulación que tenga en cuenta los desafíos planteados por una globalización en la que los movimientos de capitales han ido muy delante de la capacidad de supervisión de las instituciones, especialmente patente en el caso paradigmático de los Estados Unidos, máximo responsable del desastre acaecido. La actividad bancaria tendrá que volver de nuevo al eje esencial de un negocio que ha mostrado su verdadera naturaleza: solo se obtienen grandes beneficios al precio de asumir grandes riesgos. Evaluar esos riesgos de manera mucho más prudente supondrá una restricción y un encarecimiento del crédito que no augura nada bueno para una economía real excesivamente apalancada.



1. A estas alturas, empezamos a tener una idea bastante clara de los orígenes de la crisis. Una política monetaria excesivamente laxa creó un monumental exceso de liquidez y bajó durante demasiado tiempo los tipos de interés. Y todo eso se hizo porque era lo que convenía a los americanos, que habían sufrido dos enormes contratiempos con el derrumbe de la Bolsas (la crisis de las punto.com) y de las Torres Gemelas, dos shocks que intentaron superar creando unas condiciones financieras artificiales que suponían unos incentivos extraordinarios para la inversión pero también para la simple y pura especulación.

Una política monetaria del mismo o parecido signo se practicó en Europa para ayudar a dos economías con problemas, la francesa y la alemana, que también necesitaban un impulso extraordinario (recuérdese la presión constante que han hecho sus Gobiernos para bajar los tipos de interés). Por cierto, ahora en medio de una crisis originada por el exceso de liquidez y los bajos tipos de interés, las soluciones aplicadas consisten en aumentar aún más la liquidez y en volver a bajar los tipos de interés. Esperemos que la solución no sea peor remedio que la enfermedad.

Como el resto de países, España se encontró en una posición aparentemente ideal: tenía todo el dinero que necesitaba a precios bajísimos. Pero lo que al principio parecía una bendición acabó por convertirse en problema. Incapaz de lidiar con semejantes incentivos, la inversión se deslizó pronto desde la reconstrucción económica tras la crisis de 1993, proceso que duró hasta 1998/2000, hacia la especulación inmobiliaria.

Una expansión que, de otro modo, hubiera durado como máximo unos cinco o seis años, y que hubiera terminado fatalmente en devaluación de la moneda y subida de tipos de interés, duró esta vez catorce años, con ritmos de crecimiento muy altos, en torno al 3,5% de media, pero al precio de una inflación diferencial y un enorme déficit de balanza de pagos, hasta el 10% del PIB, que no teníamos, para nuestra sorpresa, el menor problema en financiar.

Pero todos sabíamos que eso no era normal. Ni siquiera aconsejable, a la vista del cariz que iba adquiriendo el sector inmobiliario. Y es que, como dice la teoría, unos tipos de interés reales negativos provocan enormes distorsiones en la asignación de recursos. Inversiones y proyectos, sobre todo urbanísticos, que en otras condiciones nunca hubiesen recibido la menor consideración, se han convertido en inmensas urbanizaciones que esconden deudas incobrables o capital irrecuperable.



De esta manera, la economía se nos fue yendo de las manos. El colapso financiero nos ha dado la puntilla. Lo peor que te puede ocurrir es que una crisis te coja en plena expansión y aumentando tu endeudamiento, que es lo que le ha ocurrido a España, porque eso quiere decir que su duración y su gravedad van a ser muchísimo mayores. De hecho, la caída del crecimiento económico y del empleo, tan brusca en estos últimos meses, muestra claramente los efectos de una gran restricción crediticia. La economía española está abocada a una crisis de enormes dimensiones. Esta de 2009 va a ser todo un antes y un después.

Esta crisis no tiene alivio posible ni corrección a corto plazo porque el país está demasiado endeudado, la competitividad se ha derrumbado, y la presión fiscal y los salarios han crecido por encima de las posibilidades de una economía que promete crecer muy poco durante bastantes años (y el año que viene va a decrecer). Desmintiendo a Zapatero, que afirmaba que la crisis nos había cogido bien preparados, dos datos producen auténtico pavor: la tasa de paro, que ha pasado en apenas un año del 8% al 12%, y el déficit público, que en el mismo tiempo ha pasado de un 2% de superávit a una cifra similar de déficit, lo que no ha ocurrido en ningún otro país europeo. Haciendo bueno el dicho de que cuanto más se cambia más se sigue siendo el mismo, la economía española demuestra, crisis tras crisis, que éstas le sientan muy mal, mucho peor que al resto del mundo.

España se enfrenta a un panorama complicado, más allá de las dificultades que podamos sufrir en 2009. Habrá que aprender a crecer poco pero de manera sostenible (sin construcción), sin desequilibrios internos y externos, con una productividad y una tecnología que se posicionen a la altura de los costes salariales y fiscales que nos hemos concedido, y que no tienen nada que ver con la realidad cruda y dura de un país al que le empiezan a fallar todos los supuestos: el turismo, la inversión exterior, los fondos estructurales, y la financiación barata y abundante que nos proporcionaba un mundo confiado que tenía una superabundancia de liquidez. Ese mundo nos dice adiós y por mucho tiempo.

**2.** Wall Street ha parido un monstruo. La combinación de unas facilidades crediticias excepcionales sumada a una fértil imaginación financiera ha producido hipotecas titulizadas, empaquetadas en activos opacos en los que se perdió de vista la esencia misma de la actividad bancaria: la evaluación del riesgo. Alguien nos explicará algún día cómo con una mora de unos 250.000 millones de dólares, generada por las hipotecas de alto riesgo, poco



más de lo que venía siendo habitual en los EEUU, se ha podido producir un agujero financiero que ahora se estima en unos 1,4 billones de dólares (un billón de euros) entre bancos, aseguradoras y fondos de inversión.

Dos anécdotas sirven para ilustrar el estado de cosas. Algún tiempo después de que estallase el problema, en agosto de 2007, alimentando una sospecha que se iba haciendo acuciante conforme se indagaba en la naturaleza de los activos que todo el mundo había comprado y vendido, el banco suizo UBS, la esencia misma del sistema financiero internacional, aseguró un lunes que ellos estaban a salvo de la crisis dado que no tenía hipotecas de alto riesgo. El jueves de esa misma semana, su presidente reconocía los primeros 4.000 millones de dólares de pérdidas, que en el presente se han elevado a más de 60.000 millones. Más recientemente, un grupo de inversores se manifestaba ante el Banco de España para denunciar que los fondos de renta fija que ellos creían haber comprado a entidades tan inocentes como Banif, Barclays, o Caja Madrid habían sido en realidad invertidos en Lehman Brothers.

Si los mercados financieros son incapaces de saber dónde y en qué han sido invertidos los recursos que maneja, apaga y vámonos. Algo realmente inexplicable si no fuera, como dice don Emilio Botín, que de esto sabe un rato, por *“la pérdida de referentes en un entorno extraordinariamente favorable”*. La solución pasa por recuperar unos fundamentos que habían sido olvidados: *“los ciclos existen, el crédito no puede crecer indefinidamente, la liquidez no siempre es abundante y barata y la innovación financiera no puede hacerse a espaldas del riesgo que conlleva”*. El manual del banquero de toda la vida: gestionar los riesgos con prudencia estableciendo una relación directa banco--cliente.

Lo bancos afectados trataron de ocultar la dimensión del problema en la esperanza de que lo podrían resolver por sí mismos, de manera paulatina, mostrando sólo una parte de las pérdidas. Pero estas han ido aumentando paulatinamente por efecto de la crisis inmobiliaria y ya se elevan a unos 700.000 millones de dólares (la mitad del total). Las ampliaciones de capital que realizaron, unos 300.000 millones de dólares, resultaron estar muy por debajo de las necesarias para tapar el agujero y el proceso se les escapó de las manos. El colapso del mercado interbancario hizo el resto cuando todo el mundo empezó a sospechar de todo el mundo y los bancos dejaron de prestarse entre sí.



Al final, las instituciones se han encontrado de golpe ante un problema monumental y para el que no estaban preparadas. Sus balbuceantes intentos hicieron cundir la sospecha de que el problema era cuando menos tan enorme como realmente parecía. Dando sucesivos palos de ciego (dejar que quebrara Lehman Brothers fue un tremendo error), finalmente han diseñado una suerte de curalotodo: garantía pública de los depósitos, compra de activos, avales a todo tipo de emisiones, y suscripción de acciones, en general sin voz y sin voto. Entre avales y créditos, se han comprometido unas ayudas de unos tres billones de euros (que nadie sabe de donde van a salir).

Aún así sigue habiendo dudas sobre su efectividad. De hecho, no han conseguido normalizar el mercado crediticio y las primas de riesgo no han dejado de aumentar invalidando las rebajas de tipos de interés que han dejado de ser una herramienta efectiva de política monetaria. Ante ello, se están adoptando medidas aún más radicales como financiar ayudas incrementando la masa monetaria, algo que ya estaba mal visto hace cuarenta años. A la vista de la situación, algunos Gobiernos, el norteamericano el primero, se están viendo obligados a financiar a empresas y particulares directamente, saltándose el eslabón bancario que sigue sin reaccionar.

Y es que inyectar liquidez es fácil y se puede hacer rápidamente pero devolver la confianza a los mercados es bastante más difícil y lleva mucho más tiempo. Finalmente, pasarán años antes de que se amortice el exceso de endeudamiento y tanto empresas como bancos reduzcan su excesivo apalancamiento.

Curiosamente, si se hubieran molestado en preguntar al Banco de España, que tiene una experiencia invaluable de cómo se hacen estas cosas, les hubieran explicado pormenorizadamente cómo salvaron a más de cincuenta bancos que a principios de los ochenta entraron en crisis, cómo se creó una benemérita institución llamada Fondo de Garantía de Depósitos, que al modesto coste de unos dos billones de pesetas de los de entonces, garantizó los depósitos de los ahorradores y salvó prácticamente a todos los bancos en cuestión para luego entregarlos a otros bancos en la mayor reorganización del sistema bancario de la historia.

Una operación que habrá que repetir ahora, cuando la crisis se alargue y la burbuja inmobiliaria diga todo lo que tiene que decir. Porque a finales de año habrá unos 930.000 pisos recién terminados sin vender, a los que hay que sumar otros 650.000 pisos acabados



entre 2005 y 2007 que tampoco se vendieron, más todos los pisos en manos de particulares comprados para especular y revender (todos iban a valer más dentro de un año). No es exagerado evaluar el número de pisos sin colocar en más de dos millones, equivalentes a la demanda real de unos seis años.

Por ello llama la atención el alejamiento de la realidad que padece un sector que asegura por boca del presidente de los promotores inmobiliarios que antes de bajar los precios -una acción inevitable- prefieren ceder los pisos a los bancos, como si estos fueran a ser interlocutores más benévolo que los particulares. De hecho, la banca ya ha empezado a quedarse con los mejores solares y edificios a precio de saldo. Pero es que también los precios de los pisos, a través de todo tipo de ofertas especiales y descuentos, están bajando una media real de entre un 12 y un 15%. Todavía poco porque deberían bajar al menos un 25/30% para que la demanda se recupere.

Antes o después, la crisis inmobiliaria se traducirá también aquí en una crisis bancaria en toda regla. Con más del 60% de riesgo bancario asociado al inmobiliario, (1,1 billones de euros), uno de los porcentajes más altos del mundo, es imposible imaginar otra cosa. Casi la mitad de los procedimientos concursales de 2008 están relacionados con el inmobiliario. Y es que, a diferencia de Estados Unidos, donde el problema consistió en que los que compraron dejaron de pagar, en España esos pisos ni siquiera se han vendido o se van a vender a corto plazo. Cuando detonó el problema de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, su morosidad había llegado al 17%. Algunos piensan (Morgan Stanley) que la morosidad de los promotores, que deben a los bancos más de 300.000 millones de euros, puede llegar al 14%. Suficiente para poner a más de un banco o caja de ahorro contra las cuerdas.

Los bancos españoles acataron las recomendaciones del Banco de España en el tema de las hipotecas de riesgo pero hicieron oídos sordos en cuanto a restringir el crédito al sector inmobiliario y para ello se endeudaron en el exterior hasta las cejas. Por poner un ejemplo, en 2007 la banca captó 90.000 millones en depósitos pero concedió 240.000 millones en créditos. Mientras la deuda exterior pública iba bajando gracias a las fenomenales recaudaciones que el Estado obtenía, y ahora es de sólo el 36% del PIB, la deuda externa bancaria crecía y crecía hasta sobrepasar el 80% del PIB, una situación muy delicada en el actual panorama financiero.



Con toda lógica, bancos y cajas empezaron a practicar una política crediticia restrictiva. Los ritmos de crecimiento del crédito bancario han caído desde el 30% de 2006 a no más del 7% en estos momentos, y el crédito hipotecario concedido este año ya es inferior al del año pasado. Y en 2009 caerá todavía más. Recordemos que en la anterior crisis, la de 1993, el crédito creció poco más del 1%.

El problema no es que la banca no quiera prestar. El problema es que no tiene con qué prestar. Sólo los vencimientos de la deuda contraída en el exterior, generalmente por emisión de cédulas o pagares, supone unos compromisos no inferiores a los 80.000 millones de euros anuales. Además, al cuestionar los niveles de apalancamiento alcanzados por empresas y particulares, los propios bancos reducen su negocio, disminuyen los márgenes de intermediación y aumentan la morosidad, todavía en niveles muy bajos pero creciendo rápidamente. El de algunas cajas de ahorro ya está por encima del 4% y va a seguir aumentando. Recordemos que en 1993 llegó hasta el 9%. La crisis arrojará su correspondiente saldo de absorciones y fusiones.

**3.** Pero incluso en el supuesto de que la crisis bancaria se resolviese con prontitud relativa, y la confianza de los mercados se restableciese, lo que es mucho decir, el mundo está embarcado en una recesión en toda regla. Se estima que la economía mundial crecerá el año próximo poco más del 1% (5% en 2007). Como China crecerá un 8% y la India un 6%, ello equivale a una recesión de las principales economías del globo, Estados Unidos, Europa, y Japón. Ni la bajada de los tipos de interés ni del precio del barril de petróleo, y por tanto, de la inflación, pueden impedir que la economía mundial se sumerja en una crisis de enormes dimensiones.

La economía española está en recesión desde mediados de año, si no antes, y, a juzgar por los últimos datos del empleo, se prepara para afrontar, sin alternativas ni paños calientes, una crisis laboral de enorme envergadura. Conviene recordar que la destrucción de empleo en las dos crisis anteriores fue tremenda. Con la primera gran crisis de la democracia el número de parados creció durante cerca de cuarenta trimestres (1975-1985) y llegó al 22%. En la crisis de 1993 creció durante doce trimestres y la tasa de paro se elevó al 24%. Como los inmigrantes no se enteren pronto de que la economía española ya no crea empleo (la población activa ha crecido este año en más de 600.000 personas), podemos rebasar pronto la cifra de cuatro millones de parados.



El próximo ejercicio va a ser terrible. Si lo de 2008 ha sido duro, lo de 2009 va a ser mucho peor, con la agravante de que esta vez no vamos a salir de la crisis con la prontitud con que lo hicimos en 1993 (ahora no hay devaluación que valga). Después de protagonizar una caída del crecimiento muy rápida en 2008, la economía española se prepara en 2009 para un descenso del PIB de entre 1% y 2% (dependiendo de lo que dure la crisis financiera). El paro aumentará exponencialmente, como mínimo al 16%, lo que va a provocar un déficit público elevado y crónico. Sólo las prestaciones de desempleo están creciendo a ritmos del 40%. Y eso a pesar de que el euríbor bajará al 2,5% y el petróleo no rebasará los 60 dólares. Pero la recesión de nuestros principales mercados impedirá que las Exportaciones ejerzan un papel compensador.

Hemos entrado en una crisis diferente. En mi larga experiencia como economista, más de cuarenta años, testigo de varias crisis de excepcional gravedad y duración, no había visto nunca caer la economía con la violencia y la brusquedad con que lo ha hecho a partir de octubre. España, y en no menor medida el País Vasco, se enfrenta a un panorama que combina una enorme crisis inmobiliaria -nos hemos quedado sin motor del crecimiento- con la peor crisis financiera de la historia -hay que reducir el apalancamiento- y un serio problema de pérdida de competitividad.

Se suele decir que las crisis que tienen su origen en un problema financiero duran más que las demás. La experiencia también dice que a la economía le cuesta mucho recuperarse de aquellas que tienen su origen en una burbuja inmobiliaria. Pues bien, esta crisis es una combinación de ambas. La economía española se ha instalado en la crisis perfecta. Tenemos recesión y estancamiento para rato. Ésta va a ser una crisis en U, o mejor en L, y ahí abajo vamos a estar bastante tiempo. Hace unos meses hablábamos de crisis pero no de recesión. Ahora lo que nos tememos es que se convierta en una depresión duradera.

En cuanto a la **previsiones** para 2009, conviene recordar que el deterioro de la situación es tan rápido que las cifras se van quedando obsoletas semana a semana. Por tanto, las cifras del siguiente cuadro, por muy negativas que parezcan, sólo admiten correcciones a la baja.



PREVISIONES (en %)	2008	2009
PIB	1,2	-2,0
TASA DE PARO (s / P. Activa)	12,-	16,-
DÉFICIT FISCAL (s / PIB)	2	5
DÉFICIT EXTERIOR (s / PIB)	10	8
TASA DE MOROSIDAD	2,5	7
INFLACIÓN	4,2	1,0
EURIBOR	4,5	2,0

A quienes hagan previsiones será bueno recordarles que el crecimiento nominal de la economía (PIB+inflación) en 2009 será prácticamente de cero.

4. Lo ocurrido constituye uno de esos accidentes en el camino que de vez en cuando se producen en un capitalismo que comete frecuentes errores pero aprende de los mismos y sigue su ruta siendo el mismo y a la vez diferente. Es difícil saber en estos momentos cuáles van a ser los cambios que va a experimentar el sistema. En las crisis anteriores las soluciones sólo afloraron mucho tiempo después de producirse el desastre. Así ocurrió en la de 1929 y la economía sólo salió de la crisis con el inicio de la Segunda Guerra Mundial y más tarde con la aplicación de una política fiscal convertida en coartada para un crecimiento del Estado hasta extremos inimaginables. Cuando el paradigma keynesiano fue abandonado en los años setenta porque era incapaz de afrontar la estanflación, la política económica tardó más de veinte años en encontrar una salida con el monetarismo de otro gran economista, Milton Friedman, y una tímida vuelta al mercado con privatizaciones incluidas.

Aplicando un principio conocido de la estrategia militar, los generales (economistas) saben muy bien cómo afrontar la guerra (crisis) anterior pero no saben qué hacer ante la siguiente. Esta vez tampoco será una excepción, lo que anticipa un período de dificultades y turbulencias excepcionalmente largo.

**Antxon Pérez de Calleja**  
- Diciembre 2008 -



ZUBIZARRETA  
CONSULTING, S.L.

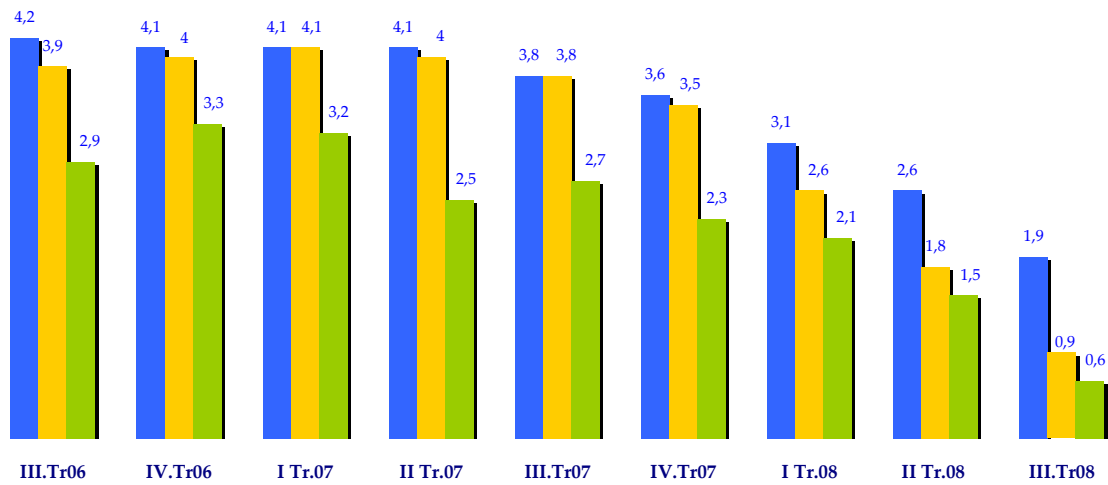
**LA  
ECONOMÍA  
EN  
CUADROS**

**Diciembre 2008**

## 1. PIB

■ CAPV  
■ ESPAÑA  
■ ZONA EURO

tasa de variación anual

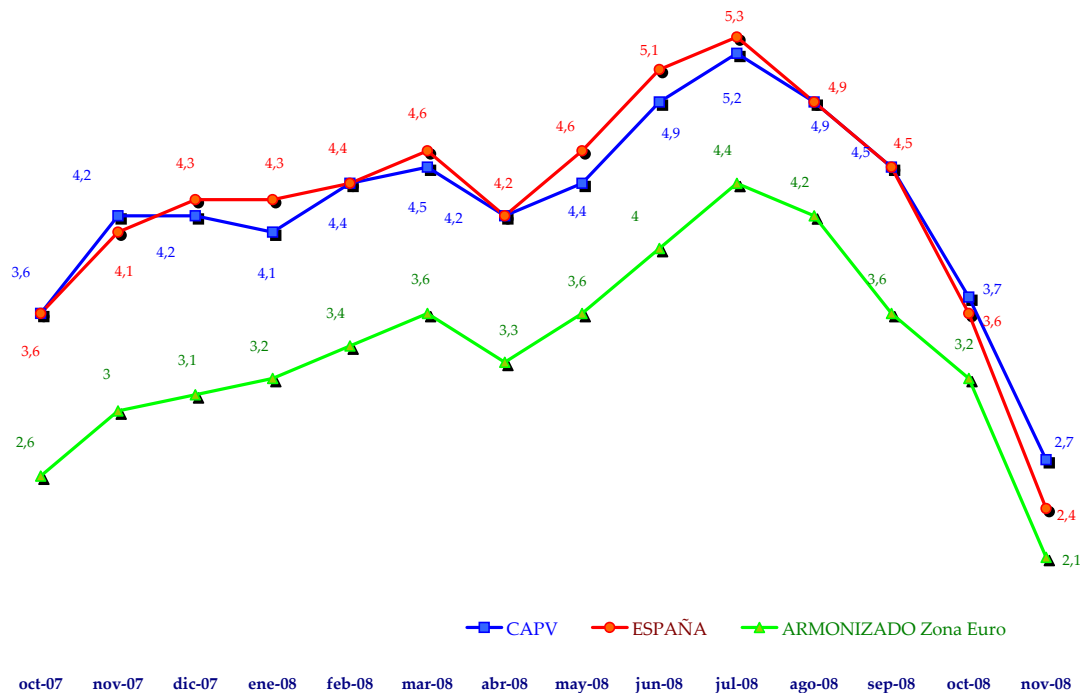


Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

La situación económica evoluciona hacia una de las crisis más profundas y duraderas de la historia. La combinación de la crisis inmobiliaria y la crisis bancaria internacional ha provocado una parálisis de todas las variables fundamentales: consumo e inversión, construcción e industria. Ya estamos en una recesión que se va a alargar por lo menos durante la primera mitad de 2009. La crisis tendrá un alto coste social (desempleo) y su recuperación no se producirá antes de 2010 dado el nivel de incertidumbre en el que nos movemos, sobre todo por lo que se refiere al parón crediticio.

## 2. PRECIOS

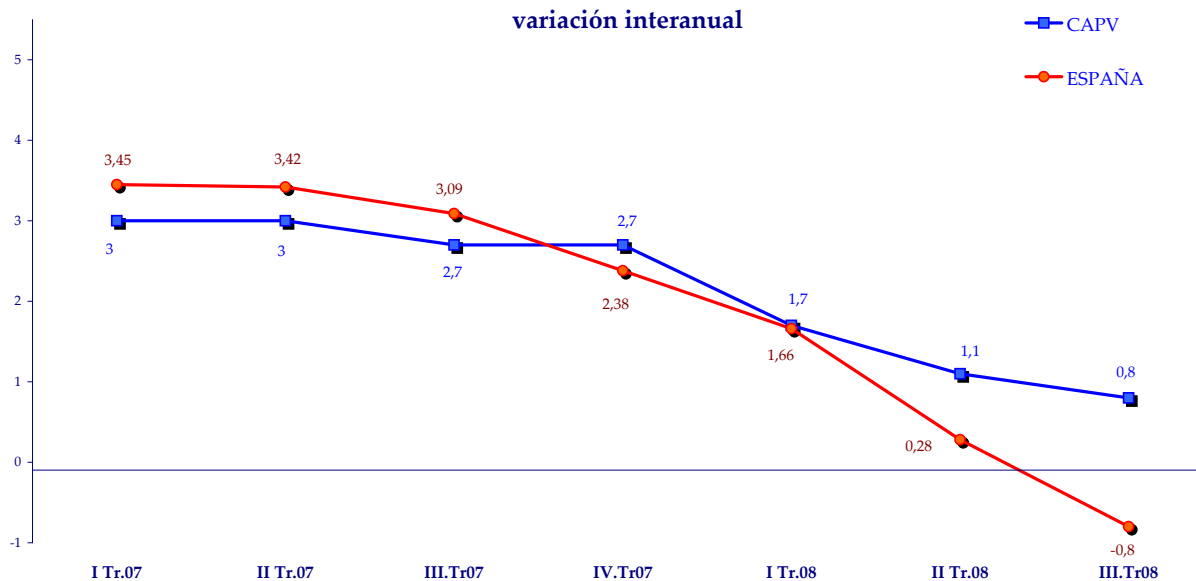
tasa de variación interanual



Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del Gobierno Vasco, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Los efectos de la crisis no se han hecho esperar por lo que se refiere a los precios, especialmente de la energía. La caída de los precios afecta a casi todos los componentes de la demanda: energía, materias primas y alimentos. Y su caída ha sido de tal magnitud que permite inferir la intensidad de la propia crisis económica cuyos ritmos de crecimiento se encuentra a partir del verano del 2008 en caída libre. Ello ha permitido que el BCE finalmente haya podido despreocuparse del control de la inflación. La previsión para 2009 es que los precios sigan bajando hasta el 1% en el caso europeo y no más del 1,6% en el caso español.

### 3. Empleo

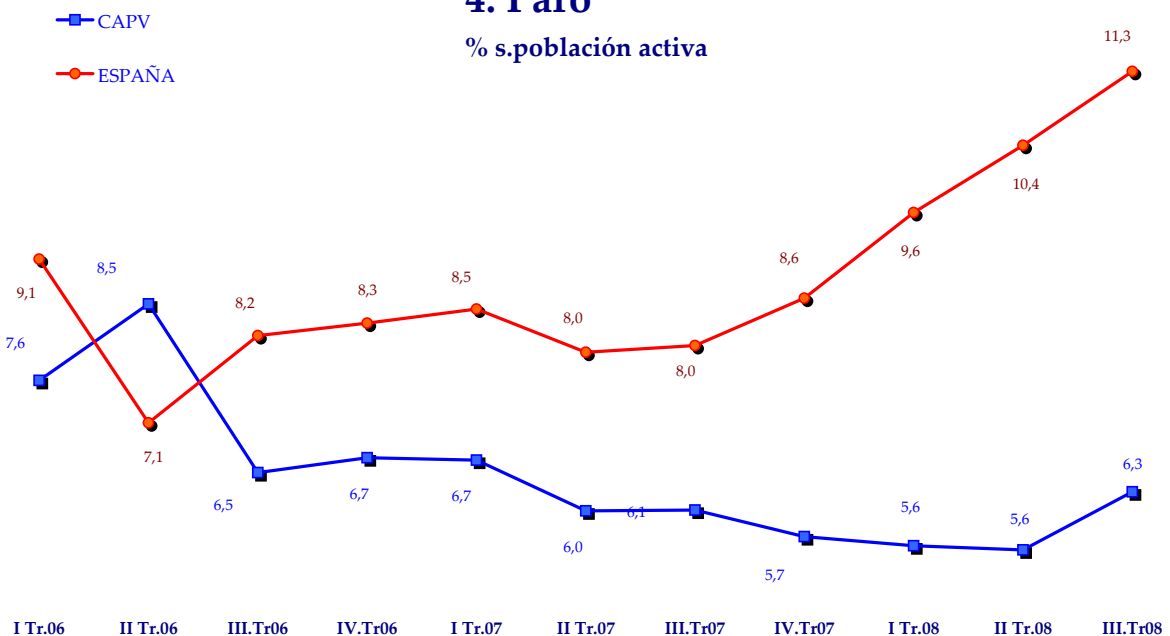


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y EUSTAT

Tal como preveíamos, hemos pasado de un rápido incremento del paro a una destrucción de empleo que se va agravando mes a mes. El número de cotizantes de la Seguridad Social se ha reducido en casi 700.000 personas y la tasa de paro se acerca al 13%, lo que supone no menos de 3 millones de parados. Son cifras que contrastan con la evolución que se está produciendo en el resto de Europa, especialmente en Alemania, donde a pesar de haber entrado en recesión, los niveles de empleo a penas se han resentido.

### 4. Paro

% s.población activa

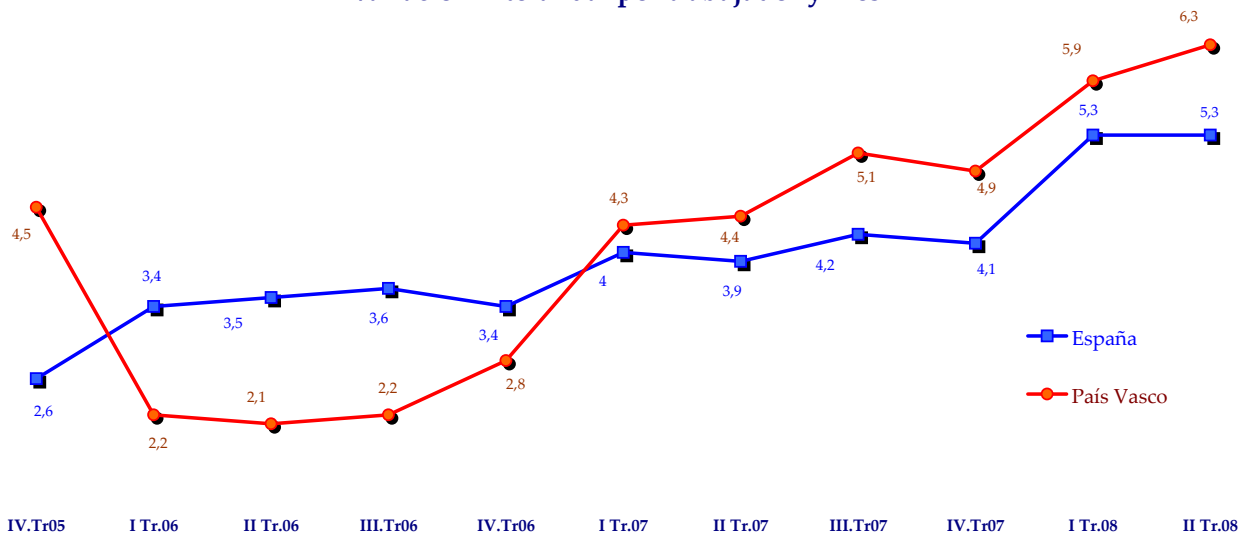


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

A pesar de haber crecido muchos años por encima de la media de la eurozona, las tasas de paro españolas ya están un 50% por encima de la media europea. Y esto sólo es el principio. De momento el paro se ha cebado en los temporales pero es cuestión de tiempo que empiece a destruir empleo fijo, lo que supondrá que las subidas salariales comenzarán a moderarse. Vamos a tardar muchos años en recuperarnos de este desastre, lo que debería animarnos a reflexionar sobre las causas de que tengamos niveles de paro mucho peores que el resto de las economías avanzadas. Algo tiene que tener nuestro mercado de trabajo para que cualquier contracción económica, y esta va a ser una de las más graves, suponga un desastre social como el que vamos a sufrir a partir de 2009, con tasas de paro no inferiores al 18%.

## 5. Costes salariales

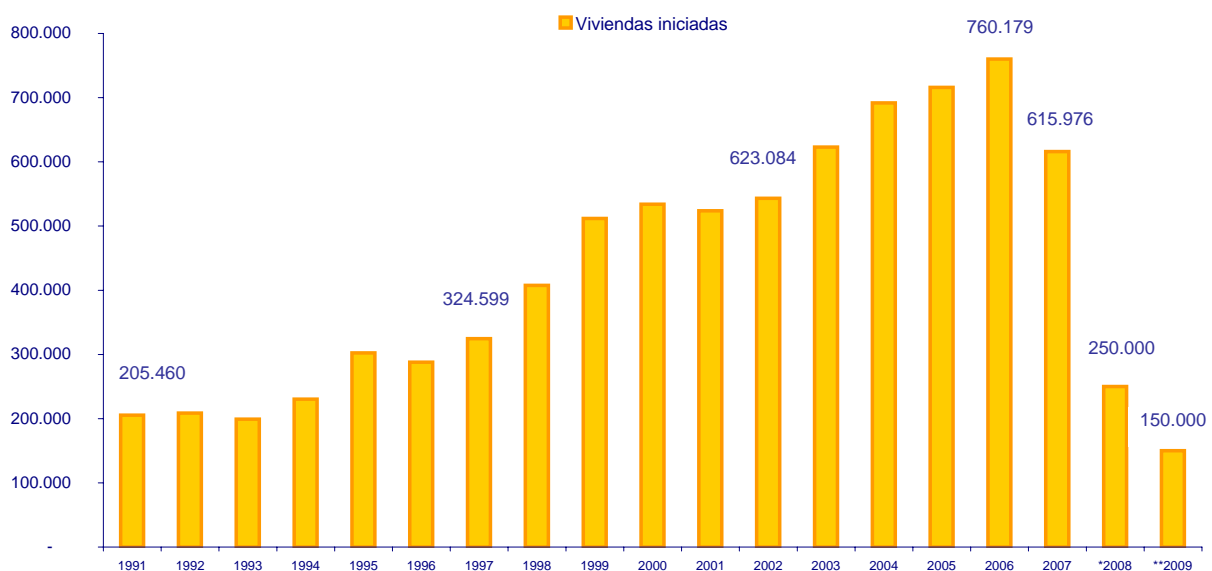
### variación interanual por trabajador y mes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La naturaleza de la negociación colectiva, que relaciona salarios e inflación, impide que los niveles de paro y las crisis empresariales moderen el crecimiento de los costes laborales, tal como sucede con otras variables que rápidamente detectan la debilidad de la demanda. En este sentido, la crisis actual pone de relieve la necesidad de descentralizar la negociación colectiva, en función de la situación de cada empresa, y relacionar los salarios con la productividad lo que impediría que los costes laborales unitarios crecieran mucho más que los de la eurozona. Estos datos muestran claramente que el mercado de trabajo no se ajusta a las necesidades planteadas por una crisis de enorme gravedad.

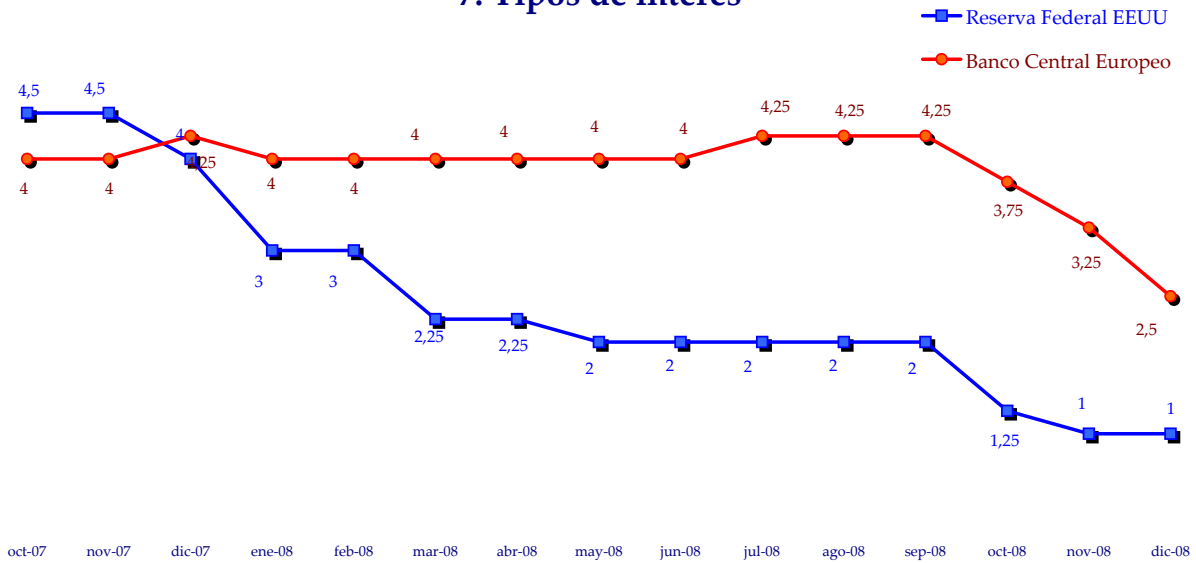
## 6. Viviendas iniciadas



Fuente: Ministerio de vivienda (\* Estimación; \*\* Previsión)

El gráfico muestra la gravedad de la crisis inmobiliaria. A pesar de que casi todo el mundo quiso creer que la burbuja inmobiliaria tendría un aterrizaje suave, los acontecimientos han actuado en dirección opuesta provocando una enorme caída del empleo y la inversión. Dado el enorme stock de viviendas terminadas sin vender, es lógico que el número de viviendas iniciadas a partir del verano del 2008 y las previstas para 2009 se hayan reducido a la mínima expresión. El sector tardará años en reaccionar a pesar de que los precios están empezando a caer de manera significativa.

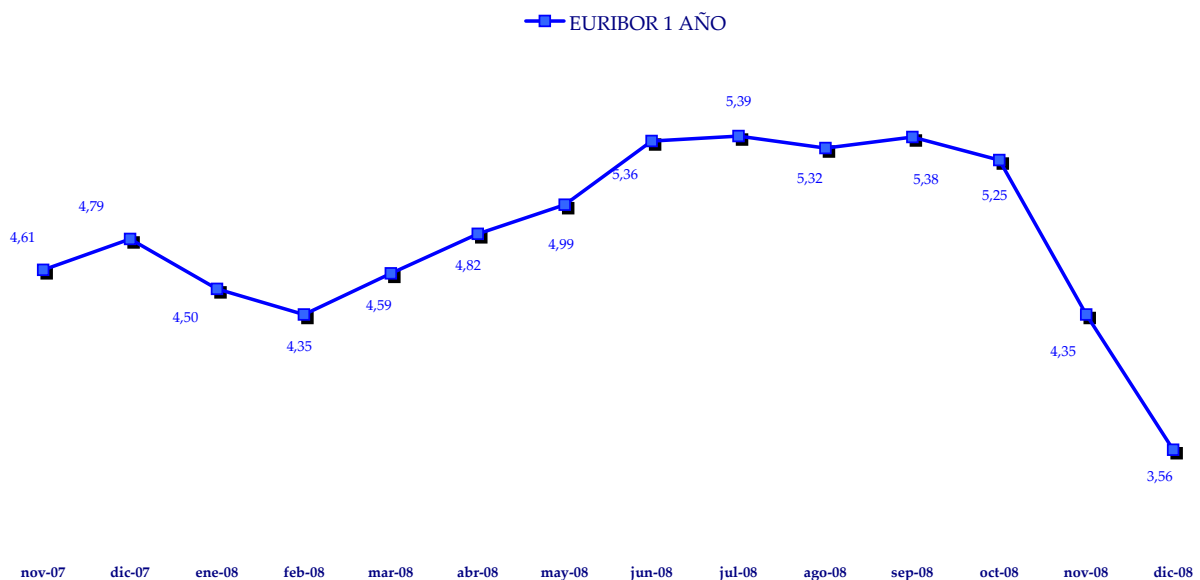
## 7. Tipos de interés



Fuente: Cinco Días

Finalmente, los tipos de interés de la eurozona han empezado a bajar, lo que no representa ningún alivio dado que el problema financiero por excelencia es la crisis bancaria y la restricción crediticia. La crisis económica es de tal magnitud que la principal herramienta de la política monetaria ha quedado inutilizada en la práctica. De seguir así las cosas, los tipos de interés europeos se acercarian mucho a los americanos y se situarian a lo largo del 2009 entre el 1 y el 2%, lo que no animará a la economía pero servirá para que familias y empresas experimenten un alivio de su, en muchos casos, pesada carga financiera. De todas maneras insistimos en que en estos momentos el problema por excelencia es la falta de confianza de los mercados financieros que sigue sin resolverse a pesar de los enormes planes de ayuda instrumentados por las instituciones.

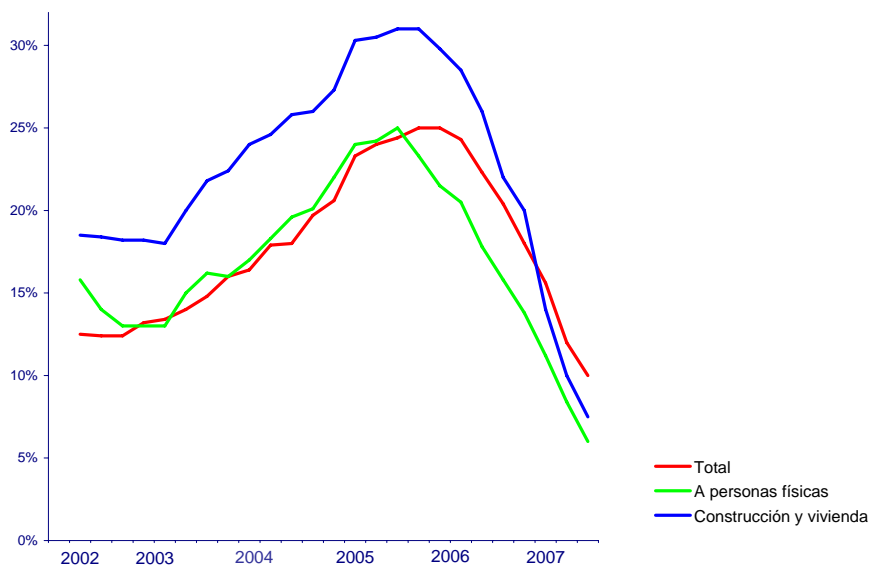
## 8. Coste del dinero



Fuente: Banco de España.

A pesar de que los bancos centrales están reduciendo drásticamente su tipo de interés básico, los costes del dinero siguen siendo muy altos lo que revela la aversión al riesgo que invade a los principales agentes del mercado financiero. El interbancario sigue sin funcionar, los bancos y cajas españoles están más preocupados por hacer frente a su deuda externa que por conceder créditos. Las inyecciones financieras de la Administración hasta ahora no han surtido efecto. La falta de crédito ha estrangulado a la economía y la crisis de la economía real impide el crecimiento del crédito, como una pescadilla que se muerde la cola. En estos momentos resulta muy difícil adivinar cuando se normalizará la situación y volveremos a disponer de recursos económicos en cantidad y precio adecuados.

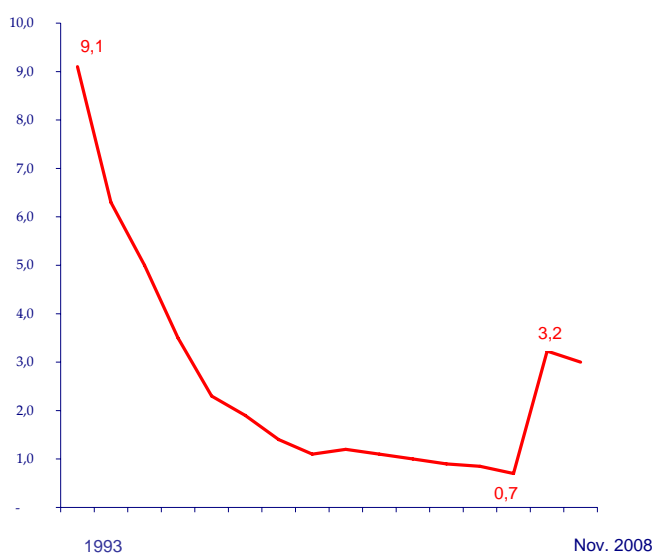
## 9. Evolución crediticia



Fuente: Banco de España, tasa de variación porcentual

La gravedad de la crisis no se puede explicar sin el componente financiero, extraordinariamente expansivo hasta 2006 y fuertemente restrictivo a partir de ese momento. Está claro que los bancos contribuyeron a inflar la burbuja inmobiliaria y han sido igualmente los primeros responsables de que ésta se haya deshinchado violentamente. Hemos pasado en muy poco tiempo de ritmos de crecimiento del crédito cercanos al 30% a los actuales de poco más del 7% (el crédito hipotecario ya está en números rojos). Es seguro de que las magnitudes del crédito seguirán bajando dado que las incógnitas fundamentales que afectan a los mercados financieros no se acaban de disipar. Hay que recordar que en la crisis de 1993, el crédito sólo creció poco más de un 1%.

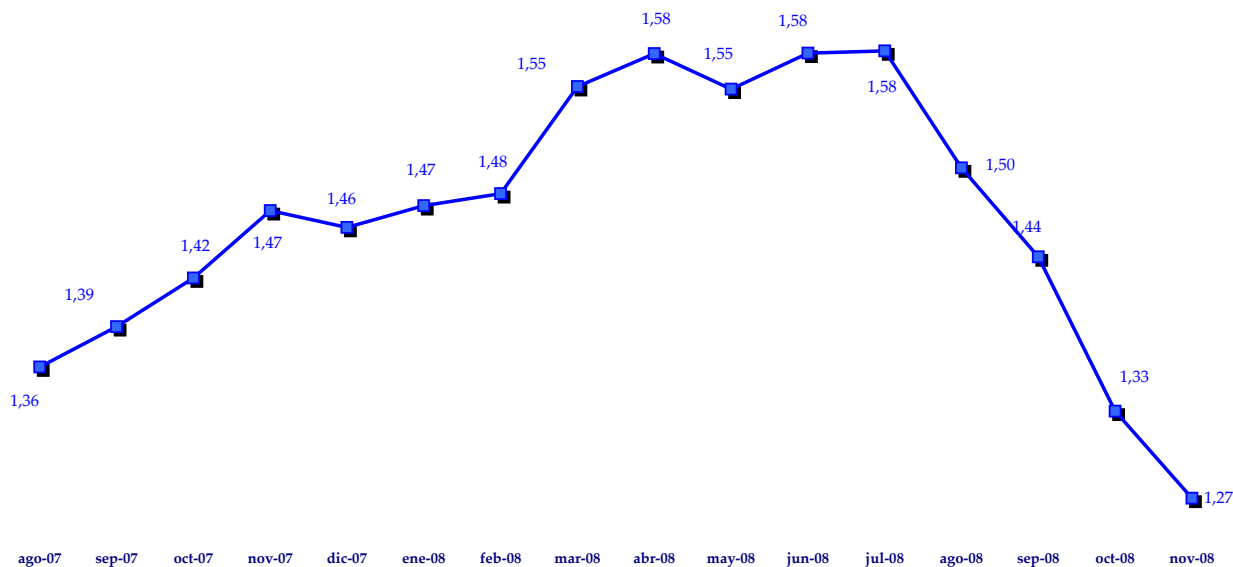
## 10. Índice de morosidad



Fuente: Banco de España.

Uno de los índices más inquietantes de la evolución económica es sin duda el índice de morosidad en el que se recogen los créditos vencidos y no pagados de particulares y empresas. En estos momentos la media está por debajo del 3% lo que no deja de ser un buen dato pero que a finales del año pasado estaba por debajo del 1%, lo que indica que ha crecido fuertemente en los últimos meses. Muchas entidades prevén índices de más del 6% a lo largo del 2009 lo que es sumamente preocupante sobre todo si se tiene en cuenta que una parte de esa morosidad estará provocada por los promotores inmobiliarios. Recordemos que en la crisis anterior de 1993 este índice superó el 9%, por lo que no es de extrañar la resistencia de las entidades financieras a conceder nuevos créditos, agravando de esta manera la crisis económica.

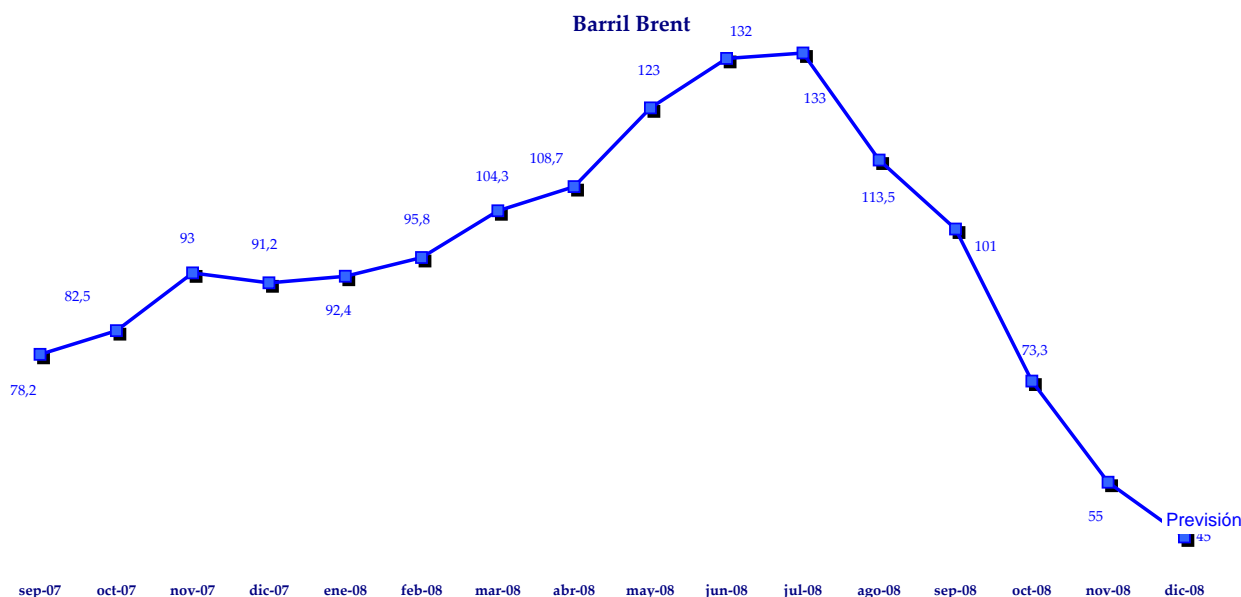
## 11. Euro / Dólar



Fuente: Banco de España

No sólo la evolución de los tipos de interés al uno y otro lado del Atlántico afecta a la cotización del dólar. Además, existe la sensación de que la Administración Norteamericana está actuando de forma más resuelta y decidida que el conjunto de Administraciones Europeas que siguen sin plantear planes de rescate conjuntos y coordinados. El salvamento de los bancos más afectados tropieza con las sospechas que suscita un trato diferencial con el resto en materia de competencia. Aunque a lo largo del 2009, tanto Europa como Estados Unidos estarán en recesión, es probable que los EEUU, que son los causantes de los problemas que atravesamos, salgan adelante más fácilmente a pesar de que sus déficit gemelos representan un verdadero problema.

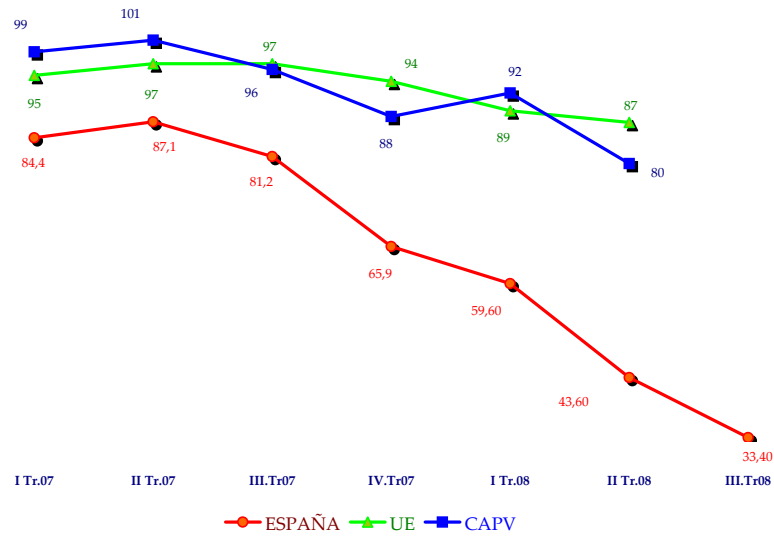
## 12. Petróleo



Fuente: Banco de España

Quién podía imaginar que el precio del petróleo pasaría en menos de seis meses de casi 150 dólares el barril a no más de 40. Ni la sospecha de que existe un problema estructural con la energía, ni los recursos especulativos que provocaron la subida de precios de los últimos años han impedido una caída que explica por sí misma la magnitud de la crisis económica.

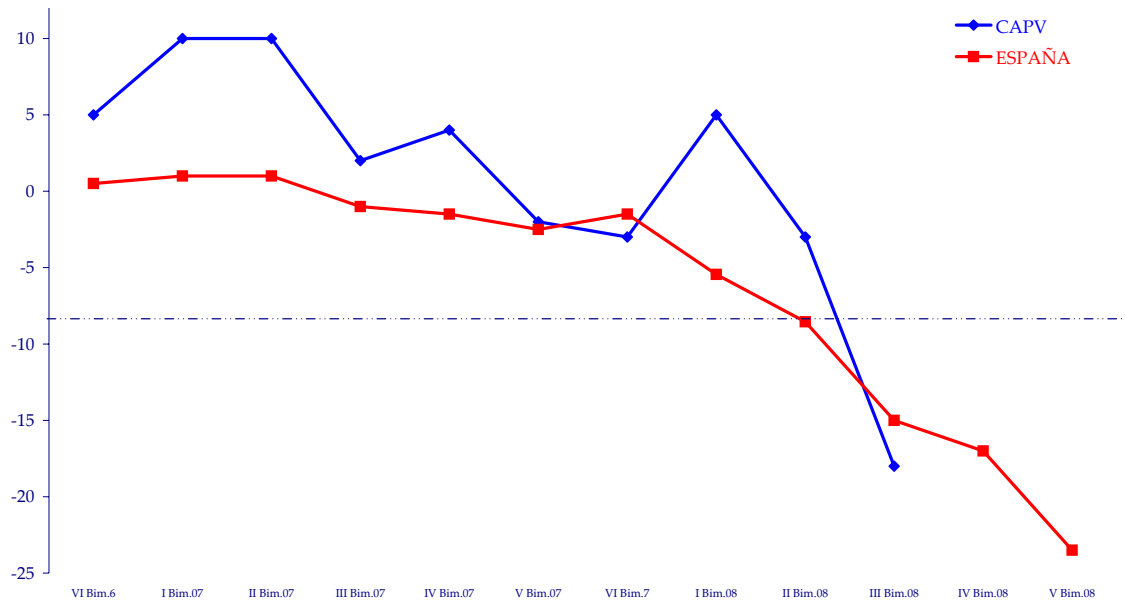
### 13. Índice de confianza del consumidor



Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

A diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, la percepción de los ciudadanos de la situación económica ha sido mucho más pesimista que la de los institutos económicos y no digamos que el Gobierno. En ciertos aspectos el sentimiento de estar ante una crisis es ya más agudo incluso que en 1993, a pesar de que, como dice el Gobierno, la crisis ha golpeado sólo a una parte de la sociedad dado que los salarios de los trabajadores fijos siguen creciendo por encima de la inflación. Este pesimismo, más que justificado, ha provocado una retracción del consumo de una violencia inusual lo que ha obligado al comercio minorista, a las grandes superficies, a los fabricantes de automóviles y a muchos otros sectores a iniciar procesos de ajuste del empleo.

### 14. Indicador de clima industrial



Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

La desconfianza de los consumidores ha provocado una brusca caída de la demanda de casi todos los subsectores industriales, caída agravada por la subida de costes salariales y, sobre todo, por las restricciones crediticias que afectan a toda la industria. Se ha iniciado, por tanto, un doloroso proceso de reestructuración empresarial que apunta en una dirección: destrucción de empleo, lo que de momento sólo ha afectado al colchón de trabajadores temporales pero es cuestión de tiempo que afecte también a los trabajadores fijos. Las carteras de pedidos de las empresas están ya bajo mínimos.