



COYUNTURA ECONÓMICA

Tercer Trimestre 2008

- ➔ **En caída libre. La crisis de la economía española muestra una evolución violenta y rápida. Cae todo: la construcción y la industria, la inversión y el consumo, el turismo y el comercio. Sólo crece la inflación y el déficit de balanza de pagos. Las expectativas de empresas y familias están por los suelos -peores que en 1993- mientras el Gobierno, asustado por los acontecimientos, genera planes anticrisis que sólo producen escepticismo. El hecho de que la aportación del sector exterior haya dejado de ser negativa habla por sí solo de la magnitud de la crisis y de la velocidad con que se suceden los acontecimientos. Antes de fin de año, la economía española entrará en recesión.**

- ➔ **La crisis mundial muestra dos caras de una misma moneda. El lado positivo de la caída del precio del petróleo, las materias primas y los alimentos -respondiendo a unas expectativas que hacen inútil todo intento de especulación- y el negativo de una crisis bancaria interminable que se ha intentado ocultar o minimizar cuanto se ha podido. Hasta ahora y en todo un año, los bancos sólo han reconocido la mitad de las pérdidas sufridas con las hipotecas sub prime. Los novedosos mecanismos de dilución de riesgos han fracasado y una nueva arquitectura financiera tendrá que diseñarse, mucho más controlada por entes reguladores no tan permisivos como las actuales entidades de rating. Mientras tanto, la restricción crediticia agrava la crisis inmobiliaria y afecta ya al consumo y la inversión empresarial. Y eso que, para España, la crisis de liquidez bancaria no ha hecho sino empezar.**

- ➔ **Las perspectivas del empleo para 2009 empiezan a ser terribles dado que la población activa sigue creciendo como antes del estallido de la crisis, en torno al 3%, mientras la creación de empleo se detiene y empieza la destrucción de puestos de trabajo. Las previsiones para 2009 y 2010 indican que lo peor está por llegar y que el paro puede llegar hasta el 16%. El Gobierno por su parte ha consumido tontamente aquel superavit fiscal que tanto iba a dar de sí y carece de respuestas porque no tiene la menor voluntad política de emprender las reformas de estructura necesarias.**



1. Si hemos de creer a los economistas clásicos, toda crisis genera los anticuerpos que permiten salir de ella. Claro que la rapidez con que ese proceso se produce depende en gran medida de la flexibilidad de la propia economía y su capacidad de adaptación. La economía española pasa por ser una de las más rígidas, por lo que tradicionalmente es de las que peor lo pasa cuando las cosas vienen mal dadas. Tanto en 1974 como en 1993, la caída del crecimiento y la destrucción de empleo fueron mucho más graves que en el resto de Europa, debido al rechazo de una parte de los agentes sociales y económicos a enfrentarse a la realidad y reconocer que los buenos tiempos se habían terminado. En todas las crisis económicas se mantuvieron contra toda lógica crecimientos salariales e incrementos del gasto público imposibles de ser asimilados por una economía declinante. El resultado fueron enormes niveles de desempleo y altos y prolongados déficit públicos.

El mejor síntoma de que una economía se está ajustando al cambio de ciclo es la velocidad con que caen los precios, lo que frena el descenso de la demanda y propicia una recuperación de la misma pasado un tiempo. En realidad, la creencia keynesiana de que el Estado puede hacer mucho para evitar o suavizar una crisis se ha ido desvaneciendo con el paso del tiempo. Sólo se salva la política monetaria. Los tipos de interés, que no son otra cosa que el precio del dinero, constituyen la herramienta de política económica más efectiva que existe pero hay que reconocer que tienen sus limitaciones. Tipos de interés muy bajos, inferiores en muchos casos a la inflación, y por tanto costes del dinero reales negativos, no han impedido que tanto Estados Unidos como Europa se hayan situado al borde de la recesión.

Por tanto, el factor decisivo siguen siendo la evolución de los mercados y sus precios. En los ciclos expansivos hay que evitar que la inflación se dispare y en períodos de crisis hay que confiar en que los precios de los factores de producción más importantes caigan. La recuperación depende, por lo menos en parte, de la velocidad e intensidad con que se produce esta caída. De una parte de la misma se encarga la propia economía de mercado. De la otra parte, la de los sectores de no mercado, deberían hacerse cargo las reformas económicas, cosa que en España nunca sucede, lo que alarga la duración del proceso y aumenta el coste social del ajuste.

2. Por el momento, la crisis es de tal intensidad y las expectativas generadas son tan pesimistas que ya se ha hecho notar un abaratamiento de varios de los más importantes factores de producción. Este es el caso de



↻ **el petróleo.** Tal vez el impacto más notable de la caída de los ritmos de crecimiento sea el descenso del precio del barril. Un barril de petróleo, del que casi nadie dudaba que lo veríamos pronto por encima de los 200 dólares, va a situarse a corto plazo por debajo de los 100. Aunque tiene todos los síntomas de ser un alivio momentáneo. Sus consecuencias en la mejora de la balanza de pagos y la inflación las vamos a ver pronto. En los bolsillos de los consumidores, bastante más tarde.

↻ **los tipos de interés.** Las presiones inflacionistas habían obligado al BCE a subir moderadamente los tipos a pesar de que las expectativas de la zona euro no eran nada buenas. Tras los malos resultados económicos de la zona euro en el segundo trimestre (-0,2%) y el esperable alivio para los precios que va a provocar la caída del precio del barril, la preocupación se centra en la caída de la actividad. Si la deriva de la economía continúa, sobre todo en Alemania, podemos esperar incluso un descenso de los tipos. Pero el honor de Trichet está a salvo. De todas maneras, el euríbor se resiste a bajar debido a una crisis bancaria que todavía puede durar otro año.

↻ **el euro.** Las expectativas económicas de Europa y Estados Unidos han vuelto a invertirse. Ahora la amenaza de recesión está del lado europeo. Por esa razón el precio del euro ha empezado a descender lo que sin duda representará un alivio para las exportaciones. Para España es una buena noticia, especialmente ahora que la contribución del sector exterior ha pasado a ser positiva, por primera vez en ocho años, lo que define la magnitud del derrumbe de la demanda interna.

↻ **la Bolsa.** Se trata de la corrección de los excesos cometidos en años pasados, en buena medida al amparo de los beneficios desaforados de las empresas inmobiliarias y su traslado a otros sectores como el de la energía, inversiones que se están deshaciendo a toda velocidad en una desesperada búsqueda de liquidez. Todavía las Bolsas mundiales están muy altas y tienen que bajar más pero el proceso corrector se ha iniciado con la radicalidad propia de estos casos; en el caso español hemos pasado de un máximo de 16.000 puntos a finales del año pasado a poco más de 11.000.

↻ **la vivienda.** Como reconocían las propias inmobiliarias, las enormes subidas de los precios de las viviendas en años pasados habían expulsado del mercado a una buena parte de la demanda, a pesar de que las familias manifestaban su disposición a endeudarse hasta las cejas. Los expertos auguran una corrección de los precios no inferior al 30% en un par



de años y una parte de la misma ya ha empezado a producirse a pesar de las resistencias de algunos, pero un enorme stock de viviendas sin vender, y la falta de liquidez, les está obligando a ello.

↻ **los alimentos.** La amenaza de una posible escasez de alimentos, y los muchos años de continuos descensos de las cuotas de producción, habían creado las condiciones necesarias para una especulación que el tiempo ha demostrado carente de fundamento. Los precios del arroz, maíz, trigo o leche han bajado casi a la misma velocidad con que subieron, aunque no en la misma proporción, y su impacto sobre la inflación debe atribuirse más a unas deficientes estructuras de comercialización que a los precios en origen.

↻ **los beneficios empresariales.** Si algo cae a más velocidad que la propia economía son los beneficios empresariales. Cayeron primero los de las inmobiliarias pero luego han seguido los de todo tipo de empresas (compañías aéreas, electrodomésticos, grandes superficies), sobre todo si se han visto afectadas por el recorte del crédito. La caída de beneficios sumada a la crisis bancaria va a tener un efecto demoledor sobre las inversiones, salvo las que tengan como objetivo salir al exterior, lo que se ha convertido en una estrategia prioritaria.

Una crisis nunca se supera sin dolorosas (para las empresas) pero positivas (para los consumidores) bajadas de precios, abaratamiento que es una condición *sine qua non* para que se inicie el proceso de recuperación. Esto no quiere decir que se vaya a producir de inmediato. Todo lo contrario. Los excesos de todo signo que acompañaron a uno de los períodos expansivos más largos e intensos de la historia, producto de una liquidez abundantísima, y de un funcionamiento de los mercados financieros excepcionalmente permisivo, no se van a corregir de la noche a la mañana, especialmente en el caso español, uno de los más afectados por la crisis en la medida en que fue uno de los que más apostó por el sector inmobiliario. Todo lo que hemos crecido de más (por encima de la tasa de crecimiento potencial), ahora vamos a crecer de menos. Porque ahora hay que exportar sin ser competitivos, mantener un Estado artificialmente hinchado, y pagar unos salarios que no se corresponden con nuestra productividad.

Para España ha empezado un larga travesía en el desierto. No sólo se trata de un millón de viviendas sin vender, lo que requerirá un período de ajuste no inferior a cuatro años, sino



del problema que plantea la desaparición de la construcción como locomotora del crecimiento sin que se avizore a corto o a medio plazo qué puede sustituirlo.

3. Pero es que, además, la economía española muestra, como siempre, una rigidez mayor que las del entorno, de lo que es buena muestra un crecimiento de salarios y precios muy superior a la media europea. A la economía española le ha costado siempre asimilar los cambios de ciclo, y esta vez no va a ser diferente. Si antes hablábamos de variables cuyos precios han sido revisados a la baja por el mercado, ahora vamos a ver los sectores que se resisten a ello porque pueden, es decir, porque, a diferencia del resto, consiguen sustraerse a la crisis y actuar como si no pasara nada.

↳ **los salarios.** El mercado laboral español es tan atípico que en medio de una crisis de semejante calibre sigue manteniendo un crecimiento salarial espectacular, del orden del 6% por hora trabajada, crecimiento que como es lógico se produce sólo entre los trabajadores fijos porque a los temporales les están despidiendo a toda velocidad (el ratio de temporalidad se ha situado por debajo del 30%). Como es lógico, cuanto más suban los salarios, más empleo se destruirá, en el corto o en el largo. No cabe esperar ningún tipo de moderación salarial hasta que no empiecen a despedir a los fijos, tal como sucedió en 1994.

↳ **el gasto público.** Si hay una medida que puede ayudar a la economía es una rebaja de impuestos, medida de la que los políticos huyen como de la peste como si pensaran que una vez que los han bajado ya no los van a poder subir. Por eso se habla constantemente de planes de reactivación. Pero como ha dicho alguien tan poco sospechoso como el primer ministro francés, Fillon, "*reactivar la actividad a través del gasto público no es ni posible, ni deseable, ni eficaz*". Hay que olvidarse de planes de reactivación cuando lo que se necesita son reformas de estructura. Pero los políticos adoran los primeros y detestan los segundos.

↳ **precios y servicios.** El núcleo inflacionario de la economía española está en los Servicios, cuyos precios crecen sistemáticamente por encima de la inflación. Son las estructuras de comercialización, muy deficientes, son las practicas abusivas de la banca, son los sectores de la energía. Todos los sectores donde domina una competencia escasa o nula. El Gobierno carece de una política liberalizadora con capacidad sancionadora. Además, los mayores incremento de costes se producen en los servicios públicos (sanidad, transporte, educación) que, aunque no lo parezca, paga el contribuyente.



Recordemos que cuanto más bajen los precios, especialmente de la energía y del dinero, antes se recuperará la economía, pero cuanto más suban los salarios, el gasto público y los precios de los sectores de no mercado, esa recuperación será más tardía y dubitativa.

4. Si sumamos la debacle producida en el inmobiliario, en parte fruto de la crisis bancaria, el débil crecimiento de la productividad, el enorme déficit exterior, con su secuela de endeudamiento de las familias, y una inflación diferencial considerable, es fácil entender que a España le va a costar más que al resto salir de la situación en que se encuentra. Eso quiere decir un año más en caída libre, con varios trimestres en recesión, y otros dos años con aumento del desempleo, lo que va a llevar la tasa de paro por encima del 16%, y el número de parados por encima de los cuatro millones.

Pero las mayores dificultades se van a presentar a largo plazo. Contrariamente a lo que cree Zapatero, que piensa volver a crecer a ritmos del 3% a la vuelta de la esquina, (se ve que este señor no ha entendido nada), no está claro de qué va a vivir este país cuando las cosas vuelvan a la normalidad. El anterior modelo de crecimiento, basado en la burbuja inmobiliaria, está agotado y sin reformas liberalizadoras no es posible imaginar una reacción creadora. Con un déficit de balanza de pagos del 11% no hay margen de maniobra y si algo está claro es que Zapatero no lo va a crear.

La crisis podría acortarse si se produjeran reformas de gran calado, posibilidad que ha quedado descartada casi de antemano. La burbuja inmobiliaria ha permitido que los socialistas estén cinco años en el poder sin hacer la más leve reforma. Incluso se han resistido en llamar crisis a la crisis para no tener que hacerlas. A cambio, el Gobierno inicia una parodia de diálogo con los llamados interlocutores sociales como coartada. Está visto que si quieres reformar reformas y si no dialogas.

Pese a lo cual, la situación es tan grave como para reclamar, sin apenas esperanzas, que el ejecutivo ponga manos a la obra. Los tres sectores antes citados reclaman tres reformas esenciales: la del mercado de trabajo, para que los salarios no sigan subiendo con tasas de paro escandalosas; la de la función pública, para que el gasto corriente se acomode a una economía empobrecida, y la de los Servicios, para que no sigan pasando al resto de la sociedad una factura abusiva.

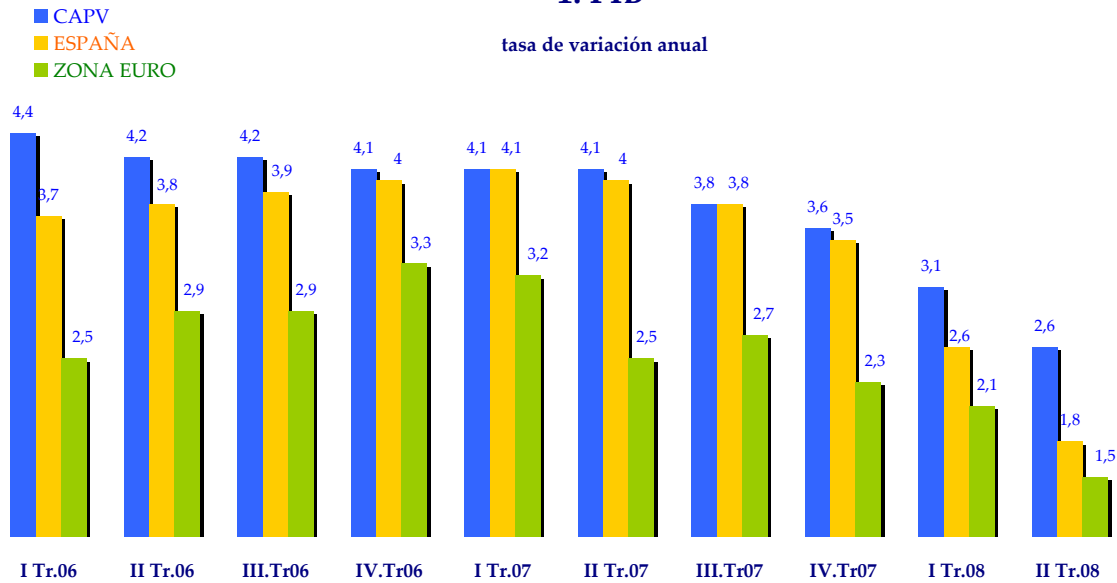


Krugman opina que no es fácil salir de una crisis provocada por la resaca inmobiliaria, y calcula que la economía norteamericana seguirá deprimida hasta bien entrado 2010 e incluso más. Estima que en lugar de una recuperación al viejo estilo habrá un período prolongado de resultados planos o, en el mejor de los casos, una lenta mejoría. Es lo que en el informe de abril llamábamos una evolución en **U**, frente a la evolución en **V** que tuvimos a partir de 1993.

España, cuyos males son más graves que los norteamericanos, y que está peor preparada para afrontarlos, lo va a pasar muy mal. Va a ser duro y va a ser largo.

Antxon Pérez de Calleja
- Septiembre 2008 -

1. PIB

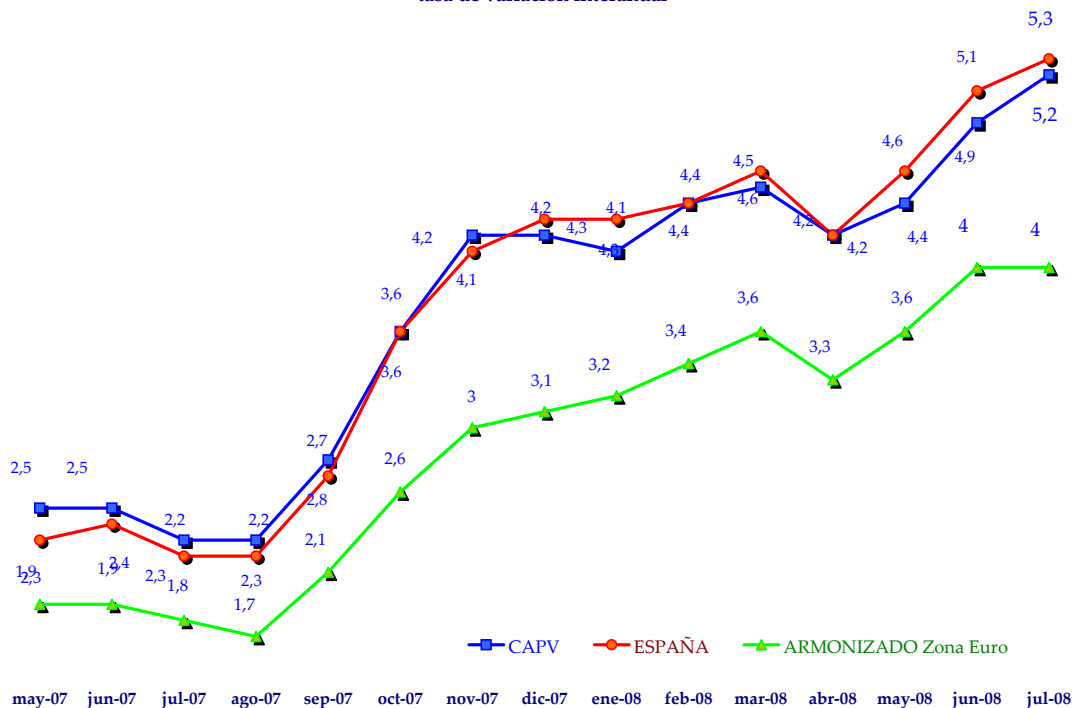


Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

La situación económica evoluciona hacia una de las crisis más violentas y duraderas de la historia. Todos los fundamentos económicos para un crecimiento sostenible han sido afectados negativamente por la crisis bancaria y la subida del precio del petróleo. Una crisis que tendrá un alto coste social (desempleo) y que retrasará durante mucho tiempo una recuperación que hoy por hoy no cabe esperar antes de 2010. Por el momento, es casi seguro que la economía española entrará en recesión antes de finales de año.

2. PRECIOS

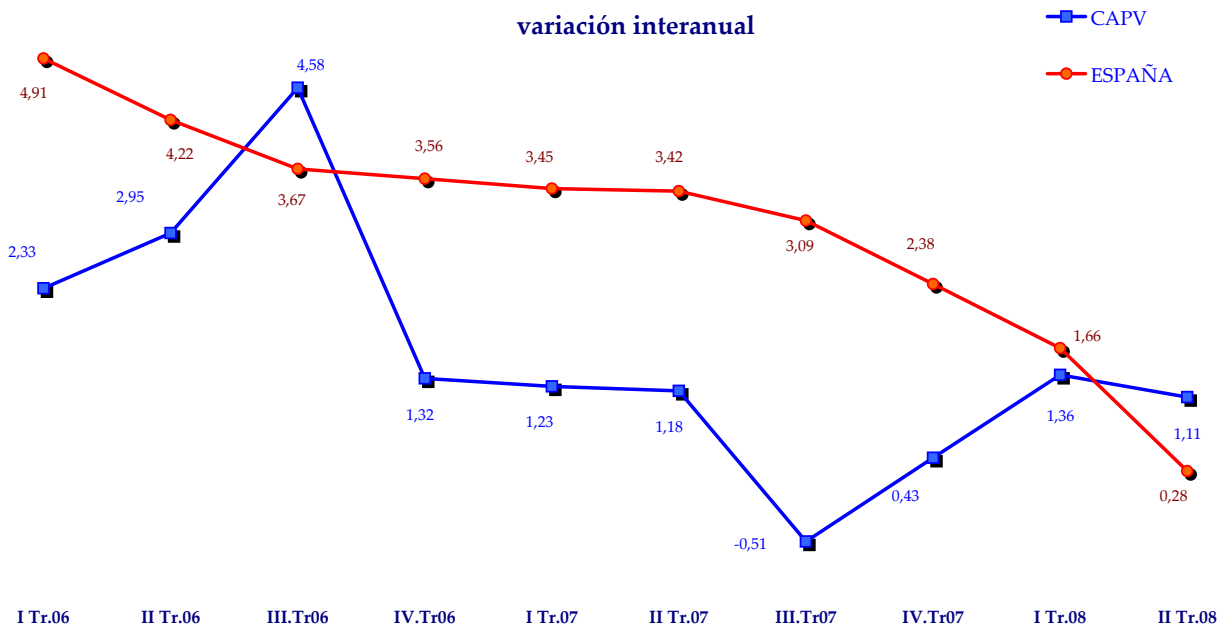
tasa de variación interanual



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

La crisis se ha visto agravada por la subida de los precios del petróleo, de los alimentos y de algunas materias primas. Especialmente, por lo que se refiere al petróleo tenemos que acostumbrarnos a la idea de una energía permanentemente cara aunque a corto plazo pueda producirse ciertos reajustes en los precios debido precisamente a la magnitud de la propia crisis económica. Ello ha provocado un cierto alivio en las tasas de inflación españolas a pesar de lo cual el diferencial de inflación con la eurozona sigue por encima de un punto.

3. Empleo EPA

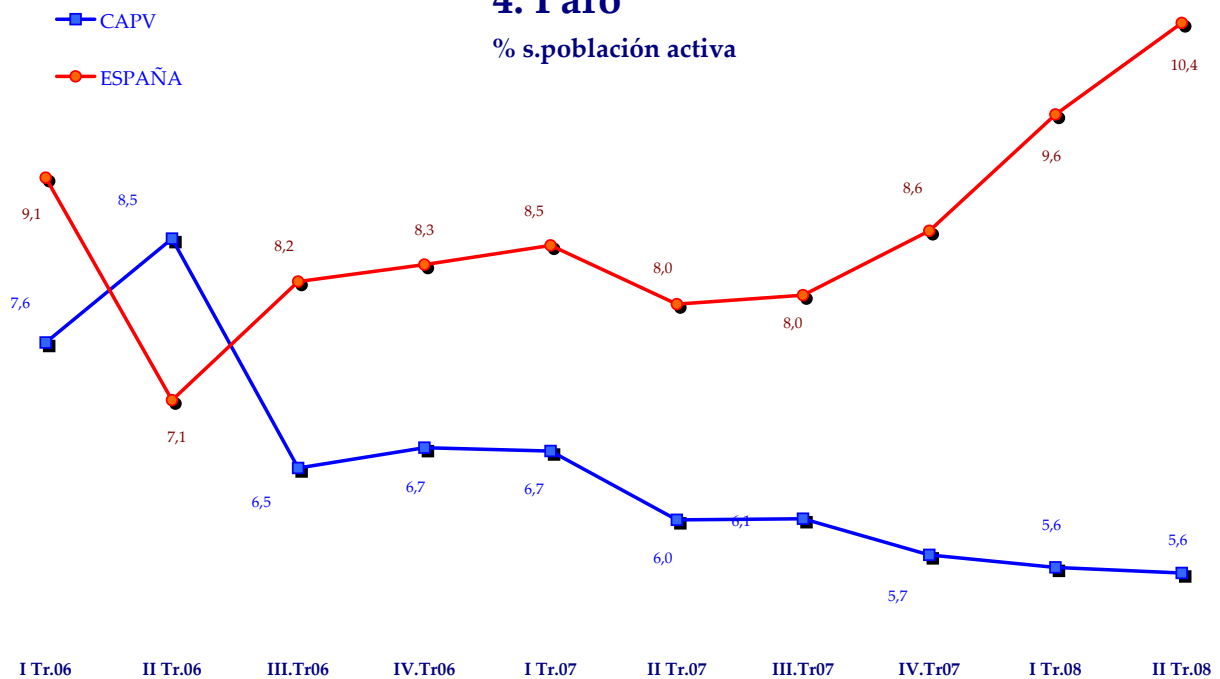


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Es cuestión de tiempo que se produzca una caída del empleo interanual, es decir, que se inicie el proceso de destrucción de empleo en términos absolutos. Sumado a que el ritmo de crecimiento de la población activa, condicionado entre otras cosas por la inmigración, no parece haber sido afectado por la crisis, el aumento del paro a lo largo de 2008 y 2009 puede ser espectacular, lo que demostraría una vez más que tenemos un mercado de trabajo que no funciona ya que provoca aumentos del desempleo muy superiores a los del resto de las economías europeas.

4. Paro

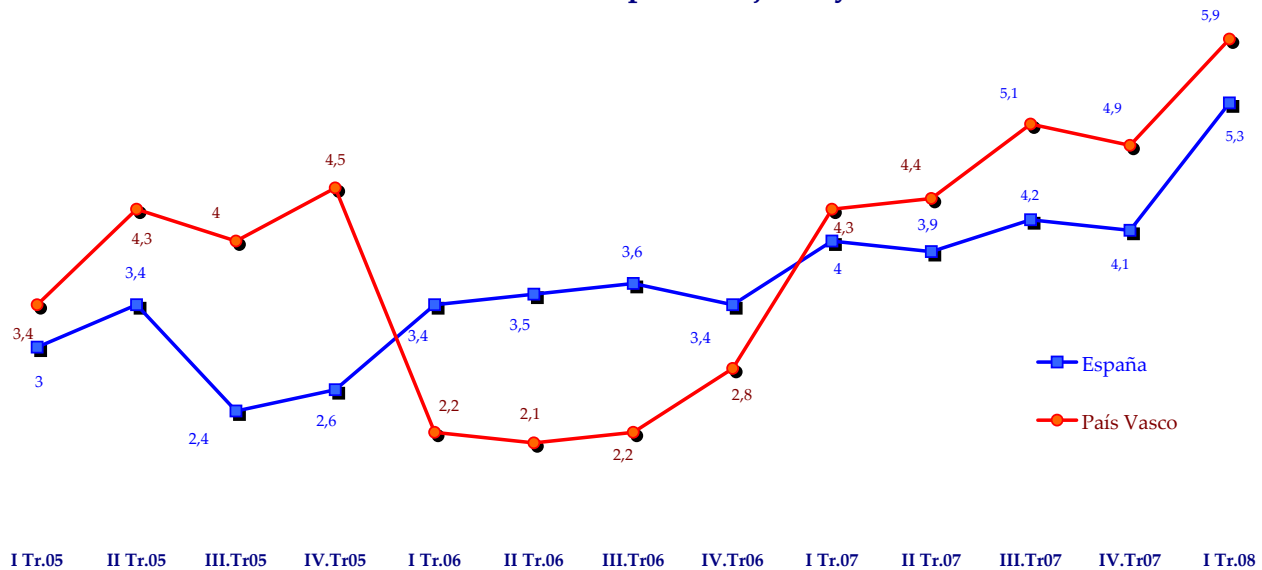
% s.población activa



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. Si el número de parados ha aumentado en más de 600.000 en relación al año pasado fácilmente se puede deducir que aumentará, como mínimo, en otro millón de aquí a finales del 2009 lo que situaría la tasa de paro en torno al 15%.

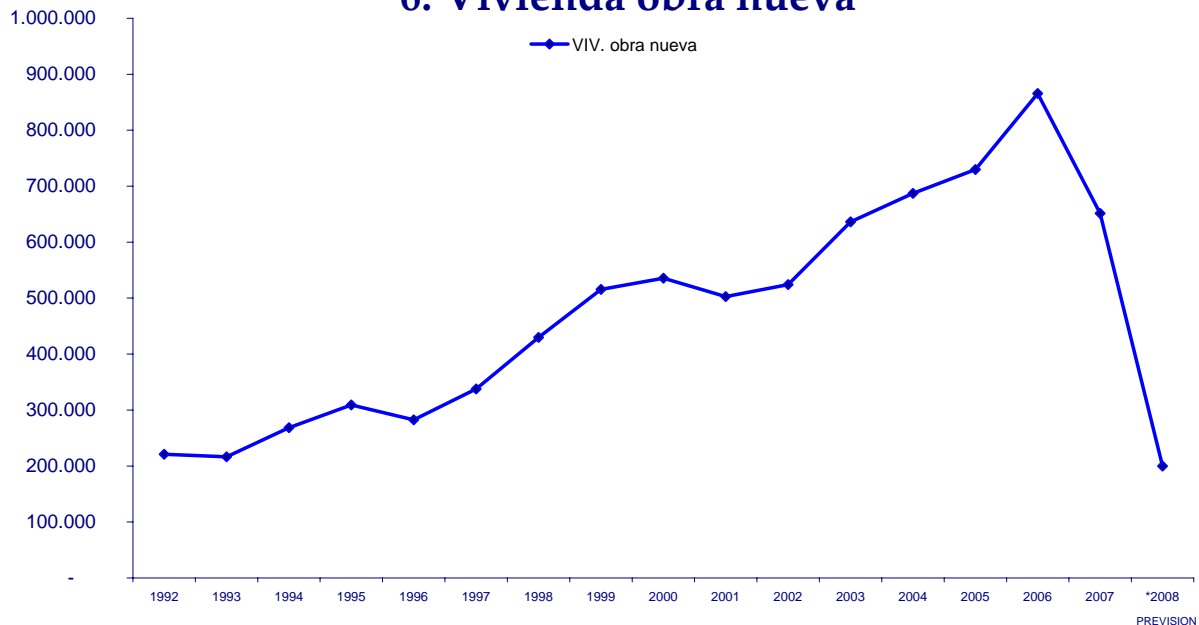
5. Costes salariales variación interanual por trabajador y mes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La naturaleza de la negociación colectiva, que relaciona salarios e inflación, convierte cualquier crisis en una bomba de relojería e incapacita a la economía para reaccionar frente a un proceso que exigiría una mejora de la competitividad. En este sentido resulta evidente la necesidad de descentralizar la negociación colectiva, en función de la situación de cada empresa, y relacionar salarios y productividad lo que impediría que los costes laborales unitarios crecieran mucho más que los de la eurozona. Los costes salariales actuales muestran claramente que el mercado de trabajo no se ajusta a las necesidades planteadas por una crisis de enorme gravedad.

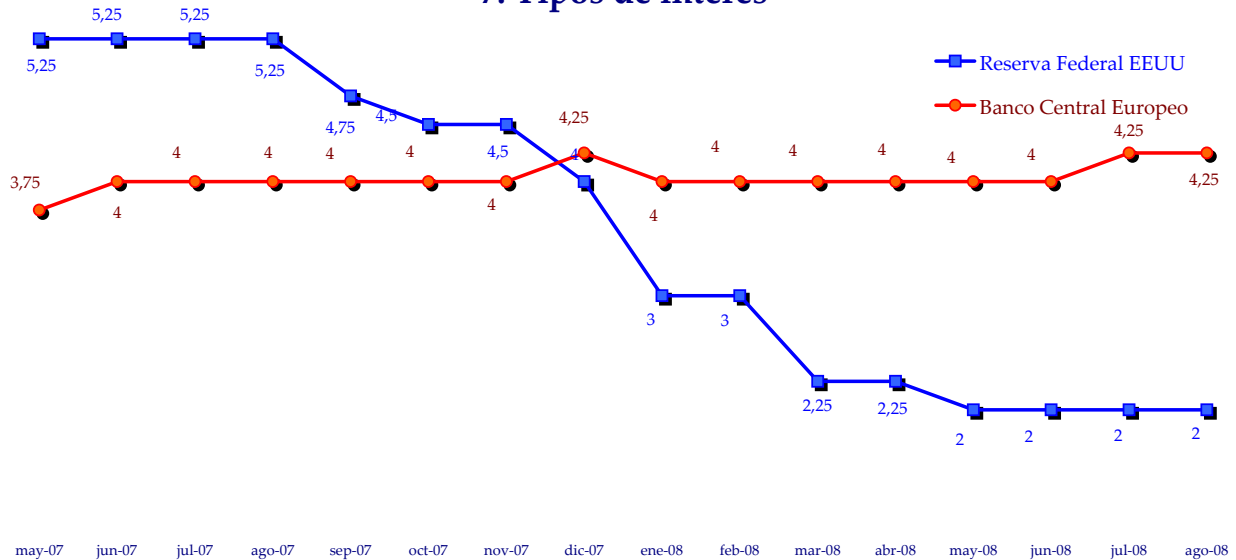
6. Vivienda obra nueva



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La suposición de que la burbuja inmobiliaria se deshincharía de forma gradual ha demostrado ser una utopía. Este año se iniciarán menos de 200.000 viviendas, cuando en 2007 se iniciaron 650.000. Algo lógico si se tiene en cuenta que el número de viviendas terminadas y sin vender debe estar en torno a las 800.000. Ahora resulta evidente que se han construido demasiadas viviendas, que sus precios han subido de forma exagerada-lo que ha expulsado del mercado a un montón de familias- y que la subida de tipos de interés ha perjudicado enormemente al sector. Pero lo que le ha dado definitivamente la puntilla es la crisis bancaria. Los bancos y cajas de ahorro sólo están subrogando uno de cada tres préstamos hipotecarios solicitados.

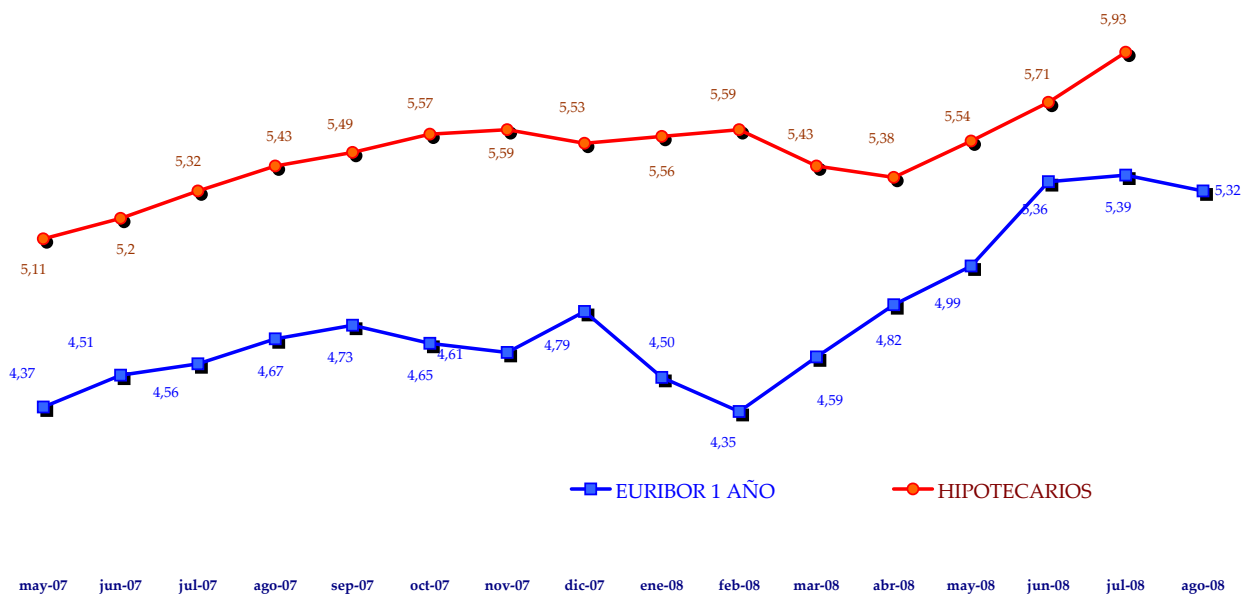
7. Tipos de interés



Fuente: Cinco Días

Las expectativas de crecimiento de la economía europea y la revalorización del euro frente al dólar no aconsejaban precisamente una subida del tipo de interés básico del BCE que, sin embargo, ha querido dejar clara su preocupación por la evolución de los precios. Todo lo contrario de lo que ha hecho el Fondo de Reserva Federal estadounidense en cuya política ha primado el temor a una recesión, recesión que parece haber superado. Ante el temor de la que la situación degenera en una estanflación, de doloroso recuerdo en los años ochenta, y a la vista del descenso de los precios del petróleo, es probable que el BCE practique una política monetaria más relajada. En todo caso, en las circunstancias actuales, luchar contra la inflación sin afectar el crecimiento parece extraordinariamente difícil.

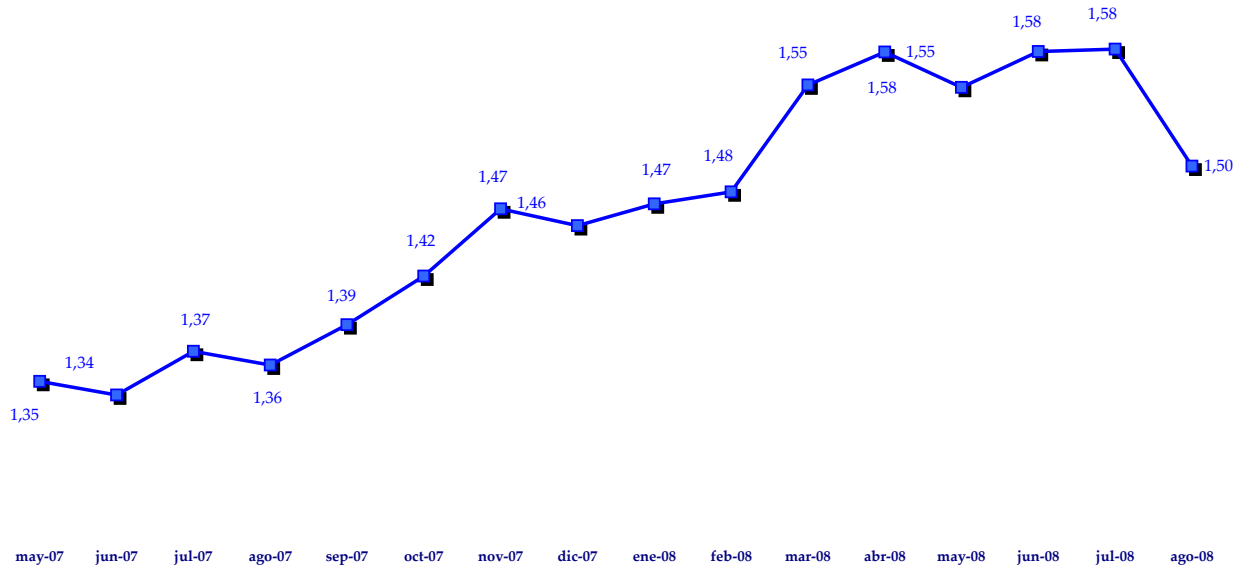
8. Coste del dinero



Fuente: Banco de España.

Los problemas originados por la subida del tipo de interés básico, en todo caso muy modesta, son insignificantes comparados con los que se derivan de la crisis bancaria internacional que tuvo su origen en el mercado hipotecario norteamericano. Los problemas de liquidez de la banca mundial no solamente no parecen resolverse sino que las últimas noticias indican un alargamiento de la crisis a la que nadie se atreve a poner fecha de terminación. Esa es la razón por la que el euribor se mantiene a niveles muy altos lo que es lógico si se tiene en cuenta que muchos bancos y cajas de ahorro tienen o van a tener problemas de liquidez, en algunos casos muy graves.

9. Euro / Dólar

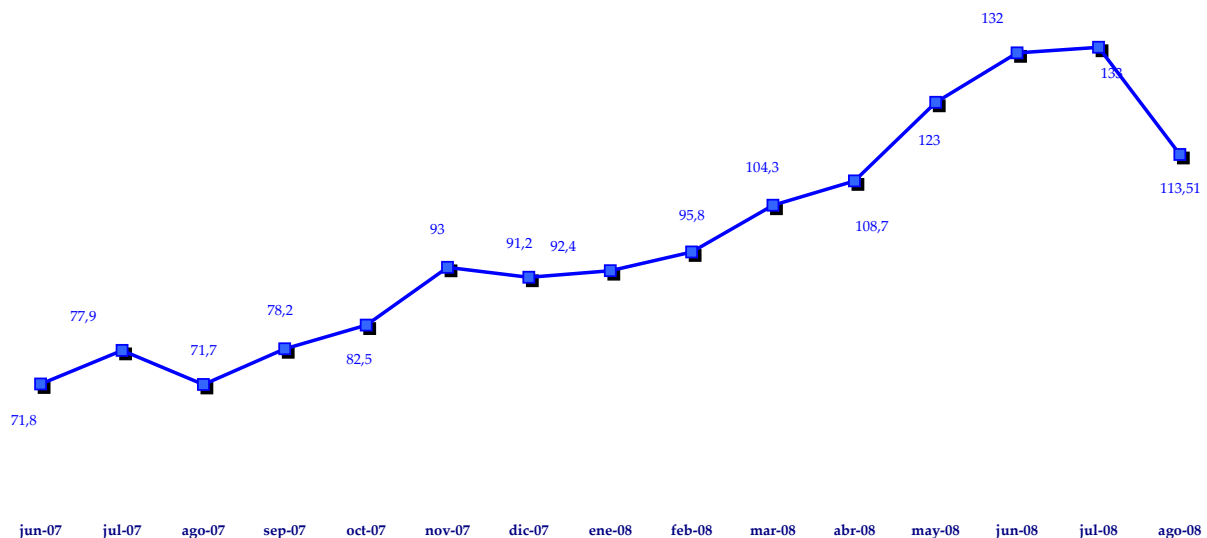


Fuente: Banco de España

No sólo la evolución de los tipos de interés al uno y otro lado del Atlántico afecta a la cotización del dólar. También influye por las diferentes expectativas de crecimiento que ahora son mejores en el caso americano que en el europeo. Esa es la razón por la que el euro ha empezado a bajar lo que sin duda es una buena noticia para nuestros exportadores. Hay que tener en cuenta que para la mayor parte de los países europeos incluido España la única salida de la crisis es una mejora del sector exterior, para lo que países como Alemania han hecho los deberes, lo que no es el caso de España, muy afectada por la pérdida de competitividad de los últimos años.

10. Petróleo

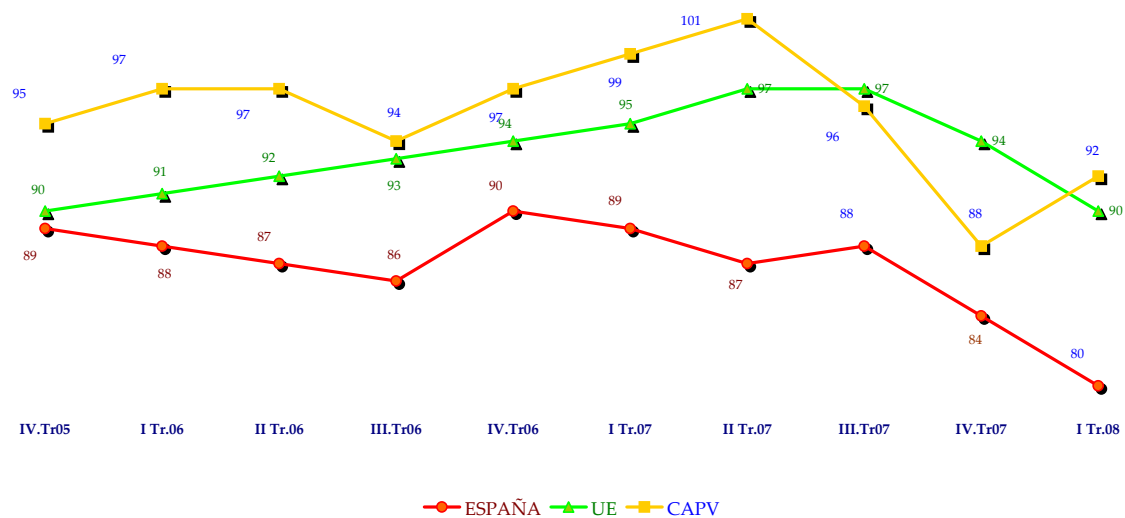
Barril Brent



Fuente: Banco de España

La caída de los ritmos de crecimiento de la economía mundial, que en el caso europeo y norteamericano se aproximan a los de una recesión de enorme entidad, ha provocado un fuerte descenso de los precios del barril haciendo inútiles todos los intentos especulativos por mantener o elevar los precios de la energía. En poco tiempo hemos pasado de pensar que el barril de petróleo se acercaría a los 200 dólares a situarnos por debajo de los 100, lo que indica hasta que punto las expectativas son pesimistas. Sin embargo, las raíces del problema subsisten y hay que suponer que esta bajada de precios representa sólo un alivio momentáneo.

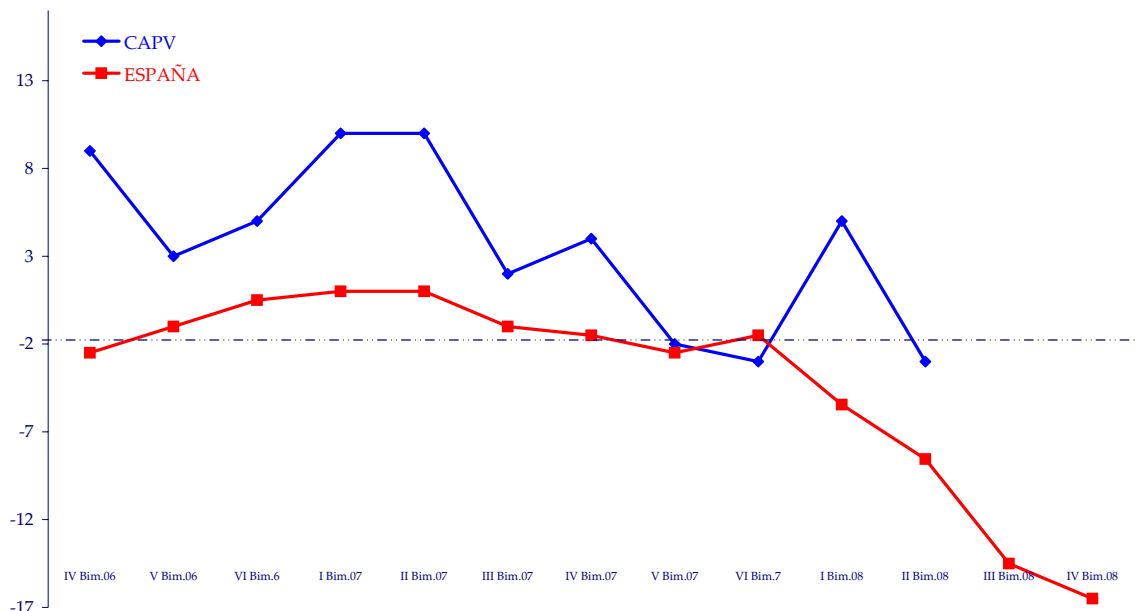
11. Índice de confianza del consumidor



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 más agudo incluso que en 1993, a pesar de que, como dice el Gobierno, la crisis golpeará sólo a una parte de la sociedad mientras los salarios de los fijos seguirán creciendo por encima de la inflación. Este pesimismo, en buena parte justificado, ha provocado una retracción del consumo de una violencia inusual y está obligando al comercio minorista, a las grandes superficies, a los fabricantes de automóviles o de cemento y a muchos otros sectores a iniciar procesos de ajuste del empleo.

12. Indicador de clima industrial

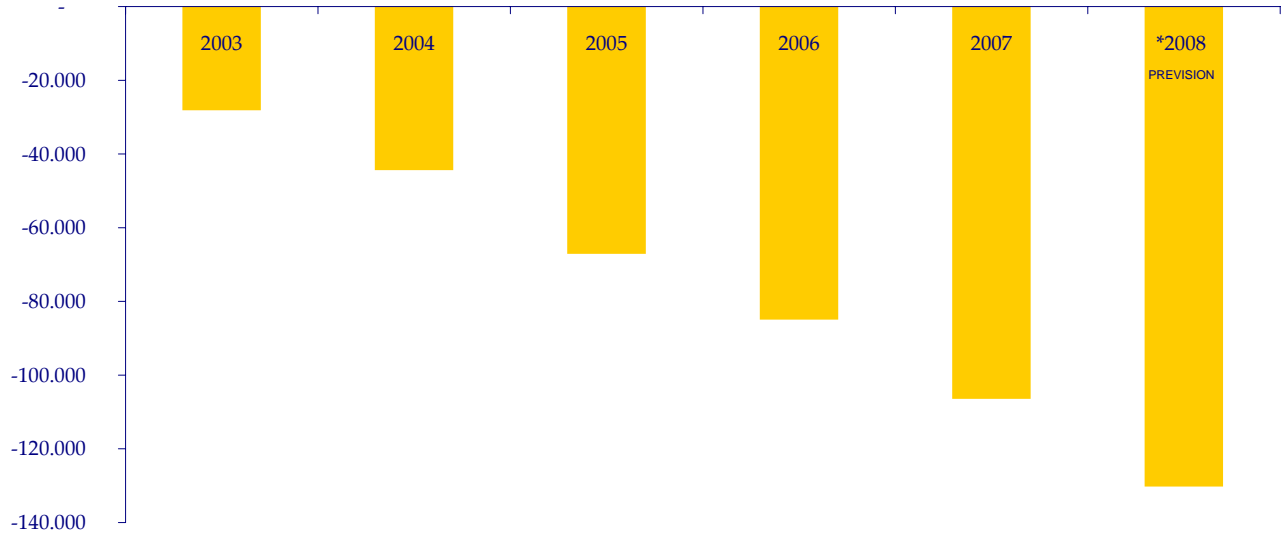


Fuente: Boletín de coyuntura económica y estadística del País Vasco de las Cámaras Vascas y Banco de España.

La desconfianza de los consumidores y el fin de la burbuja inmobiliaria, han provocado una brusca caída de la demanda de casi todos los subsectores industriales, caída agravada por la subida de costes salariales y de la energía. Se inicia, por tanto, un doloroso proceso de reestructuración empresarial que, por lo menos, se alargará hasta 2010. Para muchas empresas, la única salida es la exportación lo que va a poner de relieve el mediocre crecimiento de la productividad de todos estos años y el fuerte aumento salarial que se ha producido. Todo apunta en una dirección: destrucción de empleo.

13. Balanza por cuenta corriente

en millones de euros



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

A pesar de la caída de los ritmos de crecimiento, los problemas de balanza de pagos no solo no se aminoran sino que se agravan. Después de un catastrófico 2007 con un déficit corriente equivalente al 10% del PIB, los datos del primer trimestre apuntan a una previsión para el conjunto del año no inferior al 11% del PIB. Esta evolución tiene su origen naturalmente en los precios del petróleo pero también en las dificultades que las empresas españolas están teniendo para exportar, la debilidad del turismo, los ingresos decrecientes por fondos estructurales y el enorme aumento de las remesas que los emigrantes envían a sus países de origen. Tenemos ante nosotros un problema de balanza de pagos monumental que va a costar muchísimos años resolver paulatinamente.