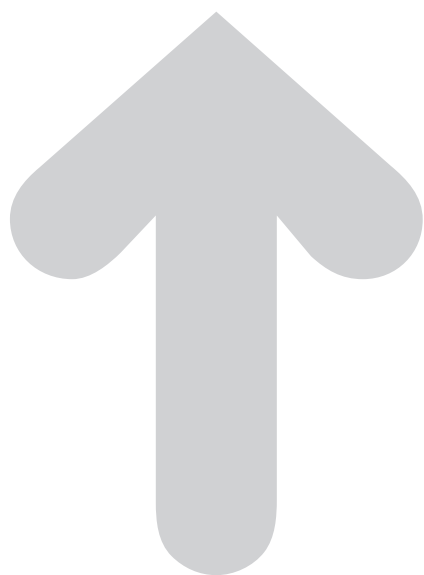


# LA CRISIS

INTERNACIONAL Y... ESPAÑOLA

## ¿Evitaremos la depresión?



*En el momento que estamos viviendo parece obligado escribir sobre la crisis financiera internacional, su diagnóstico y efectos sobre la economía real, así como sobre las medidas que se están tomando coordinadamente y por cada país.*

**CARMEN ALCAIDE**  
Analista económica y ex presidenta del INE

Mucho se ha escrito ya sobre los orígenes y las medidas tomadas para solucionar la crisis financiera internacional, pero todavía no se ve el final del túnel y los temores actuales se centran en la intensidad y duración de la misma. Una vez aceptada la recesión económica generalizada en el mundo occidental en 2009, se duda sobre los pronósticos actuales de que la recuperación llegue en 2010. España, por supuesto, está inmersa en la situación financiera internacional, pero la crisis de la economía real tiene características específicas que requiere también actuaciones específicas.



Únicamente con la intención de centrar los antecedentes, voy a referirme a los orígenes y consecuencias de la crisis financiera que se inició en EEUU. Las causas que se desprenden de los análisis realizados a posteriori son: la aplicación de una política monetaria excesivamente laxa que permitió crecimientos exagerados de la economía en general y del mercado inmobiliario en particular; el crecimiento intenso del precio de las viviendas, que originó la existencia de un mercado hipotecario muy especulativo; y la actuación de las instituciones financieras, que, con el beneplácito de las agencias de *rating*, diseñaron productos de inge-

nería financiera para el mercado de hipotecas de alto riesgo. Todo esto fue posible, en gran medida, por la confianza de la FED en el buen funcionamiento de los mercados de derivados y activos estructurados sin necesidad de mayor control de los organismos reguladores.

La crisis financiera se ha trasladado posteriormente al resto de los sistemas financieros europeos y ha afectado tanto a inversores particulares de todo el mundo como a las instituciones que han invertido y ofrecido los productos financieros tóxicos. En unos países está generando problemas de solvencia en bancos de primera línea y en otros países, aunque todavía no han aparecido problemas de este tipo, se deja sentir la desconfianza general y la falta de liquidez que esto genera.

Ante la grave situación generada en los mercados financieros, reflejada claramente en los mercados bursátiles, y tras el detonante de la caída de Lehman Brothers, las instituciones monetarias y los gobiernos comenzaron a bus-

**LA CRISIS  
SE DEJA SENTIR  
DE DISTINTAS  
FORMAS: EN  
UNOS PAÍSES  
GENERA  
PROBLEMAS DE  
SOLVENCIA Y EN  
OTROS  
PROVOCA  
DESCONFIANZA  
Y FALTA DE  
LIQUIDEZ**

car soluciones. Las acciones se han centrado en tres ámbitos diferentes pero complementarios: las encaminadas a sostener las instituciones financieras, las dirigidas a asegurar la liquidez de los sistemas y la necesidad de restaurar la confianza, especialmente en los depositantes de las instituciones bancarias.

Con el objetivo de salvar a las instituciones financieras, la primera actuación fue la de EEUU, el 3 de septiembre, con la aprobación por el Congreso del plan de rescate, cuya pieza básica fue la de comprar activos, de dudosa calidad, relacionados con el sector inmobiliario. En Europa, y tras varias reuniones infructuosas de algunos países, se llegó al convencimiento de la necesidad de soluciones coordinadas en todos ellos.

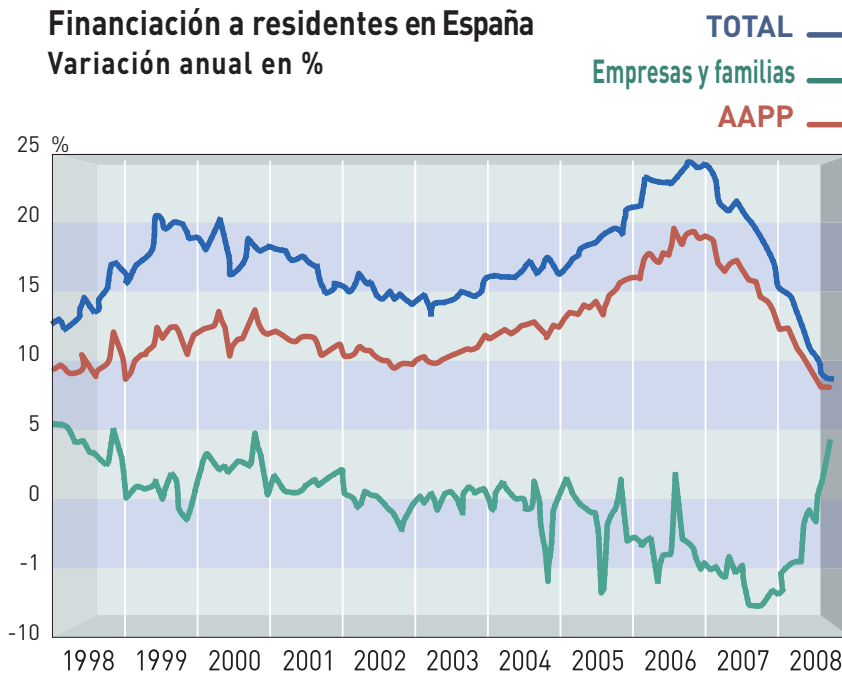
En la reunión de jefes de Gobierno de los países del euro, celebrada el 12 de octubre en París con la asistencia extraordinaria del primer ministro del Reino Unido (Gordon Brown), se acordó garantizar la solvencia de las entidades

financieras. Se abrió la vía de la nacionalización total o parcial según los casos, siguiendo el plan diseñado por el Reino Unido, con la intervención de los Estados en el capital de las instituciones financieras. Decisión que, una vez aceptada y solicitada voluntariamente por las instituciones afectadas de problemas de solvencia, supondrá una inyección de capital en las mismas, aunque sujetas a algunos requisitos en lo referente al reparto de los dividendos y las remuneraciones de los directivos. Por último, las instituciones europeas acordaron que los esfuerzos por restablecer la liquidez tenían que llegar a las empresas.

Aunque las medidas han sido generalmente aceptadas por la gravedad de la situación, existe la preocupación en diversos ámbitos, académicos y no académicos, de que estas actuaciones puedan derivar en un intervencionismo excesivo de los Estados en los sistemas financieros. También existe preocupación porque los fondos utilizados se utilicen correcta-

**EN DIVERSOS  
ÁMBITOS  
PREOCUPA QUE LAS  
MEDIDAS CONTRA  
LA CRISIS DERIVEN  
EN UN  
INTERVENCIONISMO  
ESTATAL EXCESIVO  
EN LOS SISTEMAS  
FINANCIEROS**

**Financiación a residentes en España**  
Variación anual en %



## Índice Ibex 35

Datos diarios enero 1990 - octubre 2008

Base 3.000 : 31/12/1989

IBEX 35 —



mente y ayuden a solucionar la falta de liquidez de las empresas. Por ello, en algunos países se ha propuesto como medida garantizar la deuda nueva de las instituciones financieras con empresas y particulares. De momento, numerosas autoridades económicas y financieras coinciden en la importancia de recuperar los cauces de crédito a familias y empresas, pero en la práctica todavía no se observan resultados.

### Y MIENTRAS TANTO, ¿QUÉ HAN HECHO LAS INSTITUCIONES MONETARIAS?

En un primer momento, la preocupación de las autoridades monetarias se centró en la falta de liquidez del sistema. Por este motivo, la FED, el BCE y el Banco de Inglaterra inyectaron fondos y aumentaron las facilidades de crédito para lubricar el sistema. También el BCE ha tomado decisiones que facilitan el acceso de las instituciones a la financiación concediendo liquidez sin más límite que el de disponer de los colaterales necesarios.

Más importante todavía fue la decisión de actuación monetaria conjunta de las autoridades monetarias (8 de octubre) para rebajar en medio punto los tipos de interés, dejándolos en el 1,5% en EEUU y en el 3,75% en la Unión Monetaria. Sin embargo, ni las Bolsas ni los



**LA PRIMERA  
PREOCUPACIÓN  
DE LAS  
AUTORIDADES  
MONETARIAS  
ANTE LA CRISIS  
ESTUVO  
CENTRADA EN  
LA FALTA DE  
LIQUIDEZ DEL  
SISTEMA**

**EN ESPAÑA, POR EL MOMENTO, EL PROBLEMA EN EL SISTEMA FINANCIERO NO PARECE SER DE SOLVENCIA, PERO SÍ EXISTE UN GRAVE PROBLEMA DE LIQUIDEZ**

mercados financieros respondieron a este incentivo. Posteriormente, el 29 de octubre, la FED redujó de nuevo los tipos al 1% y el BCE también los rebajó unos días después, el 6 de noviembre, hasta el 3,25%. Aunque lentamente, los tipos de interés de los mercados indicativos para los préstamos a las empresas (Mibor) y a las familias (Euribor) se están reduciendo moderadamente entre el 4% y el 4,5%. Las expectativas de los tipos de interés continúan a la baja, esperándose que terminen el año por debajo del 4%.

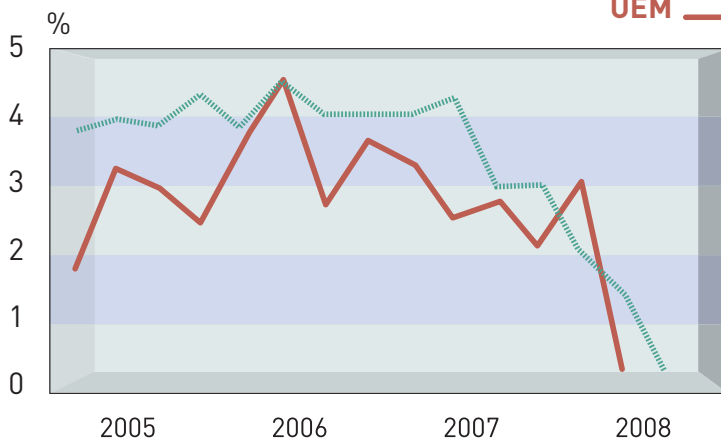
En España, de momento, el problema en el sistema financiero no parece ser de solvencia, pero sí existe un grave problema de liquidez. El elevado nivel de endeudamiento de las familias y las empresas ha obligado a las instituciones financieras españolas a financiarse en el exterior. Gran parte de los vencimientos de deuda internacional española se darán en el año 2009, aunque otros se prolongarán hasta 2011. Pero si en los próximos trimestres no comienza a solucionarse la crisis, la situación financiera puede agravarse.

El Gobierno, a pesar de su convencimiento de la solidez del sistema financiero, ha aprobado un plan en dos decretos-ley. En el

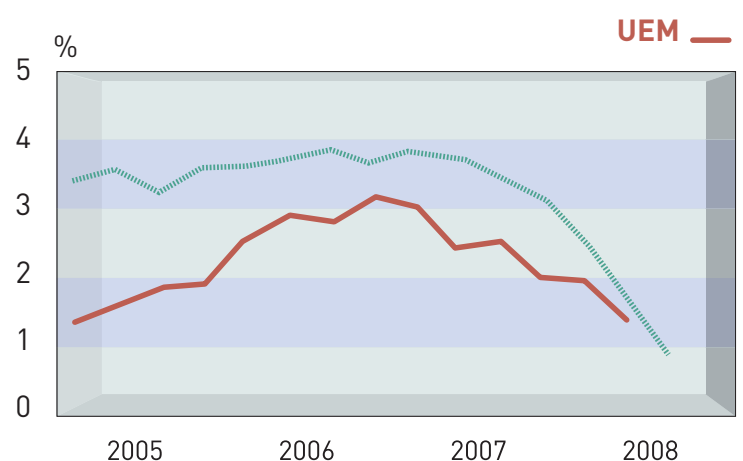


Real Decreto-Ley 6/ 2008, de 10 de octubre, se establece el fondo de adquisición de activos con una dotación en 2008 de 10.000 millones de euros, ampliable hasta 30.000 millones, y la intención de incluir en los Presupuestos de 2009 un fondo de 30.000 millones, ampliables hasta 50.000 millones. Posteriormente, con la finalidad de adaptarse a lo acordado en la UE el 12 de octubre, en el Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, se establece el otorgamiento de avales del Estado a productos financieros como pagarés, bonos y obligaciones, que se podría extender a los préstamos interbancarios. La

**Tasas de variación PIB intertrimestral**



**Tasas de variación PIB interanual**



cuantía de este fondo es de hasta 100.000 millones en 2008 y está sin establecer el de 2009. El plazo de vencimiento es de cinco años y los costes, requisitos y obligaciones de la entidad financiera se establecerán por el Ministerio de Economía. Además, se incluye la autorización, con carácter excepcional, de la adquisición por parte del Estado de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades financieras que lo soliciten.

El principal partido de la oposición (PP) ha apoyado el plan pero exige que se amplíe el control del Banco de España y de la CNMV y que se involucre más al Parlamento en el seguimiento de la ejecución concreta del plan. La redacción conjunta del borrador de Reglamento del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) asegura las condiciones de control y transparencia de las operaciones del fondo. La prioridad que se da a los activos respaldados con créditos otorgados a empresas y ciudadanos después del 7 de octubre de 2008 intenta asegurar que la liquidez llegue finalmente a la economía real. Las críticas se han dirigido a la falta de transparencia en estas actuaciones, ya que no se iban a hacer públicos los datos sobre las instituciones que acudiesen a ellas. De momento, el Gobierno se ha comprometido a informar cada cuatro meses en el Parlamento, haciendo públicos los resultados.

### ¿POR QUÉ NO SE VEN INDICIOS DE ALGUNA NORMALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y BURSÁTILES?

Preocupa la lentitud en la recuperación de la liquidez. Es difícil entender esta lentitud en la respuesta, una vez que las autoridades políticas y monetarias han puesto las condiciones para una recuperación financiera de las instituciones, que los precios de las materias primas y del

crudo se han reducido de una forma drástica, rebajando las expectativas de inflación, y que los tipos de interés están bajando hasta niveles muy moderados.

Los mercados bursátiles no están respondiendo a todo este paquete de medidas y mantienen una elevada volatilidad. Aunque parece que van encontrando algunos soportes, no se observa una mayor confianza, probablemente porque no perciben que la ejecución de las medidas sea rápida y porque consideran que, teniendo en cuenta la falta de liquidez, la desconfianza y la recesión que se avecina, todavía tienen recorrido a la baja. Hay quien llegó a situar el suelo del Ibex 35 en 6.000 puntos, aunque últimamente parece estar encontrando soportes en niveles más elevados.

### ¿Y QUÉ OCURRE CON LA ECONOMÍA REAL?

En el momento de escribir este artículo la preocupación se centra en la crisis internacio-



nal de la economía real, que ya se está calificando de depresión (alta duración) con referencia a la depresión de 1929. De momento, las estimaciones del tercer trimestre del año comienzan a registrar tasas negativas de crecimiento del PIB en EE UU, Reino Unido y algunos países de la UE, incluidos Alemania y España. El Instituto Nacional de Estadística ha avanza-

**LOS MERCADOS  
BURSÁTILES  
DESCONFIAN DE  
LAS MEDIDAS  
CONTRA LA  
CRISIS PORQUE  
NO PERCIBEN  
QUE SU  
EJECUCIÓN SEA  
RÁPIDA**

**LA SOLUCIÓN  
PARA VOLVER A  
LA SENDA DEL  
CRECIMIENTO Y  
DE CREACIÓN DE  
EMPLEO EN  
ESPAÑA PASA  
POR EL  
AUMENTO DE LA  
COMPETITIVIDAD**

do por primera vez tasa negativa del PIB (-0,2%). Tanto el FMI como la Comisión Europea, la OCDE y gran parte de los analistas estiman para España tasas negativas en el cuarto trimestre de 2008 y mantienen previsiones negativas para algunos trimestres de 2009. Se duda sobre el número de trimestres que durará la recesión y sobre el momento en que se pueda iniciar una recuperación (no antes de 2010).

Aunque la situación de crisis es generalizada en el mundo occidental, en España tenemos que centrarnos en las condiciones específicas que se están dando en el país. Además de la bien conocida burbuja inmobiliaria y de la permanente tendencia a un crecimiento de los precios superior al del resto de los países de la UE (clientes y competidores), el aspecto más preocupante es el excesivo déficit exterior (11% del PIB). Sin embargo, la moderación del precio del petróleo ayuda a la reducción de la factura y, por tanto, disminuye el aumento del déficit exterior. La mejora de la competitividad se presenta en el momento actual como el reto fundamental para volver a la senda de crecimiento y de creación de empleo.

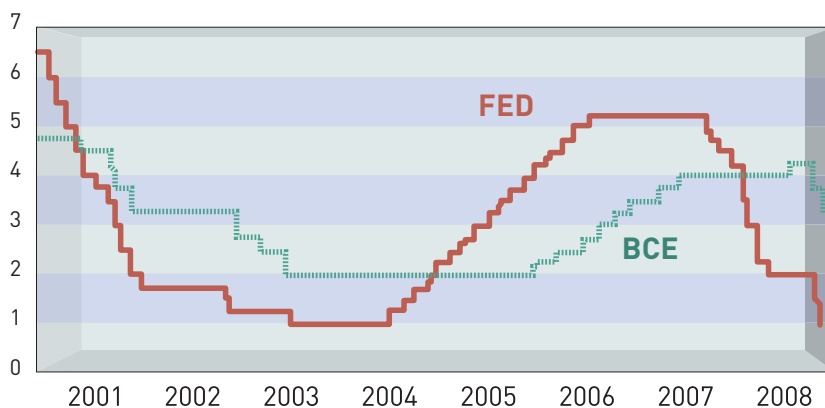
La reducción del valor de los activos, tanto mobiliarios como inmobiliarios, signifi-

ca un empobrecimiento de los ciudadanos no sólo por el «efecto pobreza» (reducción del valor de los patrimonios), sino por la pérdida de rentas de todo tipo. La consecuencia inmediata es la reducción y ajuste del consumo. Siendo cierto que el país ha vivido estos años por encima de sus posibilidades, como refleja el elevado nivel de endeudamiento, ahora toca ajustarse.

Ya se perciben indicadores muy alarmantes. En términos macroeconómicos, la destrucción de empleo y consiguiente aumento del paro; los indicadores del consumo, que se retraen como consecuencia del empobrecimiento de las familias; las tasas negativas en indicadores de actividad del sector de la construcción y del automóvil, con el efecto multiplicador sobre todas las industrias auxiliares; y la caída de los resultados turísticos, como consecuencia de las crisis de nuestros clientes europeos. En términos microeconómicos, las noticias empresariales de todos y cada uno de los sectores, tanto sobre sus expectativas como sobre sus resultados.

La situación es tan grave que, si no se ponen los medios para ajustar la economía y aumentar la competitividad de nuestros productos, no estaremos preparados para el mo-

**Tipos de intervención**





mento de la salida de la crisis. Si el modelo de crecimiento basado en el consumo y la construcción se ha agotado, la única vía es la de las exportaciones, y para ello tenemos que ser competitivos dentro y fuera de Europa. No habría que desechar la idea lanzada por algunos de recurrir a un gran pacto social que permita que el reparto del ajuste sea generalizado. Congelación de los salarios, pero no sólo de los funcionarios y trabajadores medios, sino también poniendo algún tipo de tope en los sueldos de los directivos (al menos en las empresas que requieren ayudas estatales), dividendos, ajustes y recortes de gasto corriente en las Administraciones públicas (estatal, autonómicas y locales). En el pacto podrían incluirse algunas medidas presupuestarias y de reforma fiscal que aliviasen el esfuerzo de una forma equitativa, con reducción de algunos impues-

tos (IRPF, Sociedades) pero aumento de otros (IVA, gasolinas, tabaco), siempre siguiendo el objetivo de armonizarse con los tipos de los países de la UE.

En mi opinión, las medidas para solucionar la crisis financiera internacional están en marcha, pero en lo referente a la crisis de la economía real se están tomando medidas muy parciales que intentan suavizar los efectos sobre algunos colectivos sociales muy afectados (desempleados), pero no están dirigidas a la recuperación de las empresas (especialmente pymes) de los sectores auxiliares de la construcción y el automóvil. Si las tasas negativas del PIB se prolongan más de cuatro trimestres no sólo tendremos recesión sino que caeremos en la depresión.

Es cierto que tiene que haber un cambio en el modelo de crecimiento que corrija los excesos del consumo y de inversión en vivienda. Pero eso no quiere decir que haya que inventar nada nuevo, ya que seguirá existiendo un elevado consumo y una importante demanda de viviendas, ambos en función de la población residente en España. Tendremos que conseguir ser más competitivos en los mercados interior y exterior de bienes y servicios, de forma que se reduzca nuestro déficit exterior con la correspondiente reducción de las necesidades de financiación españolas. Con ello mejoraría la aportación al crecimiento del PIB de la demanda externa (exportaciones-importaciones) y permitiría que, a pesar de tener un crecimiento más moderado de la demanda interior, el PIB tenga capacidad de crecer a un ritmo acorde con el crecimiento potencial de la economía española y suficiente para generar creación de empleo. ■

**NO SE DEBE  
DESCARTAR LA  
IDEA DE UN  
GRAN PACTO  
SOCIAL EN  
ESPAÑA QUE  
PERMITA QUE EL  
REPARTO DEL  
AJUSTE SEA  
GENERALIZADO**