
LA CRISIS FINANCIERA. IMPACTO SOBRE ESTADOS UNIDOS Y EFECTOS COLATERALES SOBRE ESPAÑA

JUAN E. IRANZO MARTÍN*

LA CRISIS FINANCIERA

La economía mundial sigue sufriendo los azotes de una de las crisis financieras más graves de la historia. Las causas de la crisis se encuentran en una conjunción de factores que han colapsado. Ante una recesión en Estados Unidos y Japón en el año 2001 y un lento crecimiento en Europa, se decidieron aplicar políticas monetarias excesivamente expansivas, con tipos de interés reales negativos en la mayor parte de los casos, con lo que impulsó el endeudamiento de los agentes económicos en su conjunto y reducía el margen para discriminar el riesgo. Además existieron fallos en la regulación y en la supervisión; todos ellos fallos del sector público. A su vez se multiplicaron los denominados problemas de información asimétrica –las entidades que compraban paquetes de hipotecas titulizadas no tenían la misma información en cuanto a las características de estos activos que las entidades que las emitieron–, lo que constituye un importante fallo de mercado.

Con todo, no sería justo olvidar, que otro elemento que se encuentra en el origen de esta crisis es el comportamiento irresponsable de algunas entidades financieras, que se han apartado del negocio bancario tradicional. Este último factor, asimismo, puede ser el resultado de los errores en los sistemas de incentivos que condiciona el comportamiento gerencial, que se ha centrado en el beneficio a corto plazo y en el incremento rápido del valor de las acciones, sin hacer siempre una valo-

* Quiero mostrar mi más sincero agradecimiento a la inestimable aportación de Marta Otero y Antonio Martínez.

ración adecuada del riesgo. Lo suyo sería que, para minimizar el problema de la agencia, el gobierno de las empresas, los gestores, tuvieran una parte significativa de su retribución vinculada al crecimiento de la empresa a largo plazo; y que si una empresa entra en quiebra, no sólo perdieran sus accionistas, sino también los gestores que no siendo accionistas, hayan obtenido retribuciones basadas en el desempeño a corto plazo de los beneficios y/o la acción, se han multiplicado las instituciones que eludían la regulación y la supervisión «sistema financiero en la sombra». Asimismo, se han producido grandes problemas en la Banca de Inversión; sin embargo, la Banca Comercial, que es la española, en general, ha operado con gran racionalidad diversificando los riesgos por clientes y geográficamente, con una regulación y una supervisión muy adecuadas.

En el contexto de incertidumbre que se inició en el verano del 2007 empezaron a resentirse los mercados mayoristas de capitales, provocando una crisis de liquidez, por la que las entidades financieras dejaron de prestarse entre sí en los mercados interbancarios, y cuando lo hacían, multiplicaban sus diferencias respecto a las inversiones de riesgo. Junto con la crisis financiera, el segundo factor que ha marcado la evolución de la economía mundial en los últimos tiempos, y que ha constituido uno de los mayores motivos de preocupación, ha sido la escalada del precio del petróleo y de las materias primas agrícolas hasta hace unos meses. A causa de ello, las tasas de inflación se dispararon en todo el mundo durante la primera mitad del año, lo que contribuyó a agravar la situación económica al restringir la capacidad de gasto de los consumidores, y al obligar, en el caso del Banco Central Europeo, a endurecer su política monetaria pese a los graves problemas de liquidez que padecía el mercado interbancario y sólo comenzó a suavizarla a mediados de octubre.

Tras varios episodios de pérdidas de solvencia y rescates bancarios a lo largo del año en diferentes puntos del planeta, las tensiones se exacerbaban hasta el punto de constituir un verdadero riesgo sistémico en el mes de septiembre, tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Tras esta nueva vuelta de tuerca, la confianza de los inversores, muy mermada ya tras un año de turbulencias, terminó de desplomarse, hundiendo los índices bursátiles y disparando las primas de riesgo de la deuda privada. Las tensiones en los mercados interbancarios se agudizaron, impulsando los tipos de interés a corto plazo –cuya tendencia alcista se había interrumpido en agosto– y endureciendo aún más el acceso al crédito. Sin

embargo, en los últimos meses se ha producido una importante rebaja de tipos por parte de los Bancos Centrales, que han conseguido «arrastrar» a la baja al euribor; no obstante, las primas de riesgo han seguido creciendo. La consecuencia de todo ello ha sido el frenazo del consumo y de la inversión empresarial, ya muy debilitados por el fin de la fase cíclica expansiva y por la caída del sector inmobiliario en numerosos países, arrastrando de este modo a la economía mundial hacia la recesión en los países desarrollados. En este contexto, todos los organismos internacionales han recordado de forma sustancial sus previsiones de crecimiento. Se prevé que este año prácticamente todos los países desarrollados estemos en recesión y que en el 2010 algunos, como Estados Unidos, puedan remontar. El crecimiento actual tan sólo se centra en los países emergentes.

Las millonarias inyecciones de liquidez en el sistema bancario, por parte de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE), entre otros, y las reducciones de los tipos de interés oficiales, no habían devuelto todavía la confianza a los agentes económicos y financieros. Por este motivo, ante el riesgo de crisis sistémica derivada del hundimiento del sistema financiero, los gobiernos de ambos lados del Atlántico se han visto obligados a adoptar un conjunto de medidas destinadas a sanear los balances de las entidades, mediante su recapitalización con dinero público y, en algunos casos, su nacionalización. En Estados Unidos, en palabras del anterior Secretario del Tesoro, Henry Paulson, el objeto era «recuperar la confianza en nuestros mercados y en nuestras instituciones financieras para estimular la prosperidad y un crecimiento sostenido». Se aprobó la creación de un fondo de 700.000 millones de dólares destinado a la adquisición de los activos contaminados, aunque posteriormente se ha producido un giro radical en la orientación del mismo, de modo que ahora se va a destinar a la recapitalización de los bancos y de otras entidades relevantes en la financiación del consumo de las familias.

El problema de fondo de estas intervenciones, es que si son para inyectar liquidez, es posible, que estén bien implementadas, ya que al aceptar plazos más largos y activos de menor calidad como colaterales, se está produciendo otro motor adicional de liquidez. Pero la disfunción, surge, de que si son un mecanismo de facilitar liquidez para enmascarar problemas de solvencia, parecería mejor participar directamente en el capital de las entidades financieras, a los efectos de que el riesgo de fallido en el que incurren las inversiones del sector público, se vea compensado por la posibilidad de participar en los beneficios derivados de la recuperación de las entidades ayudadas. Además, de paso se minimizan

los problemas de riesgo moral de que las conductas equivocadas al final se ven premiadas por la intervención pública que sólo interviene asimétrica, socorriendo o socializando las pérdidas.

La financiación de las inyecciones públicas se realiza a través de emisiones de Deuda Pública que contribuyen a aumentar aún más los desequilibrios presupuestarios. También se han puesto en marcha medidas dirigidas a restaurar el funcionamiento de los mercados, como la garantía pública de su deuda. A esto se une el aumento de las cantidades mínimas cubiertas por los fondos de garantía de depósitos, cuyo objetivo es evitar que la pérdida de confianza por parte de los depositantes provoque pánicos bancarios. Es posible que sean las soluciones menos malas para amortiguar el impacto de la crisis, pero no hay que olvidar que este tipo de acciones no son gratuitas, y que tienen un coste de oportunidad, que no es otro que el de agravar las restricciones financieras del resto de los agentes por la vía del efecto expulsión o *crowding-out*. De hecho, se observa como las empresas se ven obligadas a pagar mayores primas de riesgo que nunca, en una medida que no se justifica según los modelos de valoración por sus probabilidades objetivas de insolvencia, sino más bien, porque la mayor parte de los ahorradores se refugian en deuda pública, cuyas rentabilidades a largo plazo todavía se mantienen sin bajar, como consecuencia de las emisiones realizadas y previstas de acuerdo con las políticas públicas de inyección de liquidez.

La necesidad de solventar la situación actual del sistema financiero, evitar la reproducción de acontecimientos similares en el futuro, y los resultados económicos negativos, promovió la reunión, en noviembre, de los dirigentes del G-20, donde se asentaron los principios bajo los que deberían acometerse las reformas de un sistema financiero global. Así, se señaló la importancia de aumentar la transparencia, para lo que se exige un mayor grado de información; sobre todo, para aquellos productos con estructuras más complejas, la información debería ser veraz, oportuna y relevante; la transparencia del mercado evitaría, además, la manipulación ilegal de los mismos y las prácticas fraudulentas. El Grupo de los Veinte considera imprescindible reforzar la eficacia de la regulación, sin que ello se convierta en una barrera para la innovación y para el funcionamiento del mercado; además de abogar por la integridad de los mercados, el refuerzo de la cooperación internacional y la reforma de las instituciones financieras. Sobre esto último, el Fórum de Estabilidad Financiera debería permitir con carácter de urgencia la adhesión de las economías emergentes y revisar sus condiciones de admisión.

Otra de las recomendaciones que se contempló en la cumbre sobre los mercados financieros, fue la referente a la revisión de los mecanismos de compensación que incita a la asunción de riesgos, ya que entre los desencadenantes de la crisis se encuentra la osadía de algunos Bancos de Inversión en los que los incentivos a la remuneración de los directivos resultó un instrumento perverso. El descrédito y la desconfianza que se cierne sobre las agencias de rating, tras subestimar el riesgo que asumieron algunas entidades, ha de ser invertido por el importante papel que juegan en el mercado como transmisores independientes de información. Por ello, deben asumir las mismas responsabilidades en el desempeño de su función que las que se exigen a las auditorías. Por su parte, la responsabilidad de los altos directivos de las entidades financieras debe ser similar a la que asumen los consejeros de las mismas, puesto que cuentan con más información y capacidad ejecutiva de decisión. La heterogeneidad en las normas contables a escala mundial dificulta la tarea supervisora y puede dar lugar a operaciones de contabilidad creativa, por lo que sería aconsejable la unificación de las normas contables y armonizar las definiciones de capital con el propósito de lograr estimaciones coherentes del capital. Algunos expertos recomiendan, además, reforzar la elasticidad y la transparencia de los mercados de derivados crediticios, definir el ámbito de actuación de las instituciones y determinar la regulación o la supervisión adecuadas.

Cuando poco a poco parecía que la confianza volvía, lentamente, a los mercados financieros, y las elevadas primas que contenían los tipos de interés interbancarios habían comenzado a reducirse, ha saltado el escándalo de Madoff, que representa un nuevo mazazo sobre la deteriorada confianza del sistema. Por lo que aún es pronto para afirmar que lo peor de la crisis ya ha pasado, y, en cualquier caso, el problema de restricción del crédito se va prolongar durante algún tiempo, hasta que las entidades financieras recompongan sus balances. El proceso de desapalancamiento en el que se encuentra inmersa ahora mismo la economía mundial va a suponer un freno importante al crecimiento durante todavía bastante tiempo. Así, los indicadores de confianza en todos los países, anuncian un mayor declive económico, mientras que las fuertes caídas bursátiles descuentan caídas muy pronunciadas de los beneficios empresariales. Los organismos internacionales ya anuncian la probable entrada de la economía mundial en una recesión.

Parece que para algunos políticos es irresistible la tentación de utilizar la crisis como la gran oportunidad para poder volver a aumentar el peso del

Estado en la economía. Un intervencionismo estatal desmesurado en la economía tal vez pueda dar seguridad a corto plazo, pero no resuelve los problemas reinantes, sino sólo los traslada al futuro. Tal y como reconocieron los representantes de los denominados países industrializados y de las economías emergentes *«las reformas sólo tendrán éxito si están firmemente fundamentadas sobre un firme compromiso con los principios del libre mercado, incluyendo el imperio de la ley, el respeto por la propiedad privada, el comercio y las inversiones libres en los mercados competitivos y se apoyan sobre unos sistemas financieros eficientes y eficazmente regulados. Estos principios son esenciales para el crecimiento económico y la prosperidad, habiendo ya liberado a millones de personas de la pobreza y elevado sustancialmente el nivel de vida a escala global. Reconociendo la necesidad de mejorar la regulación del sector financiero, deberemos, sin embargo, evitar un exceso de regulación que podría obstaculizar el crecimiento económico y exacerbar la contracción de los flujos de capital, incluyendo a los países en desarrollo»*. En definitiva, la información asimétrica sí se puede considerar «un fallo de mercado», pero la política monetaria alocadamente expansiva y los problemas de regulación son claros «fallos del sector público»; por lo tanto, es necesario reforzar la economía de mercado, como único mecanismo de crecimiento y progreso futuro, frente al proteccionismo o intervencionismo que se propone en muchos países.

SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN ESTADOS UNIDOS Y PERSPECTIVAS

Estados Unidos se erige como una de las principales economías industrializadas concentrando en 2007 el 21,36 del PIB mundial. La larga fase expansiva del ciclo económico que ha experimentado Estado Unidos, tras superar la crisis de principios de los 90, se explica, fundamentalmente, por la adecuada estructura económica norteamericana, que ha propiciado el incremento en la productividad y con ella, el crecimiento –el ranking elaborado por el World Economic Forum en 2008 sitúa a la economía estadounidense como la más productiva a nivel mundial a pesar de la situación económica actual–. Por un lado, la flexibilidad del mercado de trabajo ha facilitado el ajuste entre la oferta y la demanda de trabajo, al ser menores que en otros países los costes de transacción asociados a este proceso –como los bajos costes de los despidos o la disposición a la movilidad laboral y geográfica de la fuerza laboral–. La elevada productividad es consecuencia, además, del significativo nivel de competencia de los mercados de bienes y servicios favorecido, a su

vez, por unas efectivas políticas antimonopolio o las escasas barreras para la creación de nuevos negocios. El acceso a las nuevas tecnologías y la rápida incorporación de las mismas a los procesos productivos, han contribuido al dinamismo de la denominada nueva economía, generadora de un importante valor añadido. A pesar de la inestabilidad de muchos de los indicadores macroeconómicos, a saber, el elevado déficit presupuestario o la insuficiente tasa de ahorro, la estructura de la economía norteamericana, mercados más flexibles de bienes y servicios y mano de obra, permitirán una transición menos traumática que en otras economías más rígidas y pueden impulsar una recuperación más dinámica.

La fortaleza que había mostrado la economía estadounidense durante los dos primeros trimestres de 2008, con un sorprendente crecimiento interanual del PIB del 2,8 por 100 en el segundo trimestre del año, empezó a desvanecerse en el tercer trimestre, con un retroceso de la producción interior de medio punto. Los datos referentes al último trimestre del año son, sin duda, los que evidencian la recesión de la economía estadounidense con una contracción del PIB más aguda, y por segundo trimestre consecutivo, estimada en un 3,8 por 100; provocada, fundamentalmente, por la caída de la inversión en capital fijo en un 12,3 por 100 y por el descenso del consumo privado en un 3,5 por 100. El crecimiento observado en el segundo trimestre obedeció a las medidas de impulso fiscal (devolución de impuestos) adoptadas por el gobierno, y a la caída del dólar, que estimuló la demanda exterior. Una vez agotados los efectos impositivos sobre el consumo, la demanda nacional sufrió una fuerte contracción que no se ha reflejado totalmente en el resultado final de crecimiento del PIB debido a que ha sido, nuevamente, contrarrestada por el sector exterior, así como por la acumulación de inventarios y el aumento del gasto público. Pero, por una parte, la entrada en recesión de las economías europeas, unido a la recuperación del dólar (que en noviembre se situaba en niveles que no se veían desde octubre de 2006), pondrán freno al impulso exportador; y por otra, la acumulación de inventarios del tercer trimestre se traducirá en una mayor caída de la actividad en el cuarto, por lo que la recesión es ya inevitable.

Según el *Institute for Supply Management*, las perspectivas de las empresas manufactureras son bastantes pesimistas con respecto a la evolución del sector para 2009. Los encuestados manifestaron que se encontraban operando al 75 por 100 de su capacidad y auguran una reducción del empleo en dichas actividades del 2,7 por 100. La ralentización de la actividad se evidencia, además, en el comercio minorista con

un retroceso de las ventas, a nivel agregado, del 9,8 por 100 desde diciembre de 2007 hasta diciembre de 2008. Muchos han sido los sectores cuyos comercios han experimentado una reducción de la comercialización, sin embargo, el automovilístico es uno de los que exhibe un mayor declive. Así las ventas de automóviles y otros vehículos a motor descendieron cerca del 24 por 100. La respuesta de la oferta ha sido la paralización de la producción de manera transitoria, como los casos de Chrysler y Ford, al tiempo que General Motors, con importantes dificultades financieras, ralentizó el ritmo de actividad a través de reducciones en las jornadas laborales de sus trabajadores. Del mismo modo, se redujeron las ventas en términos interanuales de gasolina en un 35 por 100, de mobiliario del hogar un 13 por 100, de material de construcción el 8,9 por 100 y un descenso de las ventas del 7 por 100 en prendas de vestir. La alimentación fue la única partida que finalizó el año con un crecimiento ligeramente superior al 1 por 100.

El mercado de trabajo de la economía americana sigue la tendencia iniciada en diciembre de 2007, destruyéndose en el mes de diciembre de 2008 cerca de 806.000 empleos en relación al mes anterior. La fuerza laboral empleada en la producción de bienes y, en concreto, la relacionada con las manufacturas y la construcción, junto con la prestación de servicios profesionales y servicios a empresas, han sido las industrias más afectadas ya que cerca del 45 por 100 del retroceso del empleo se atribuye a estos sectores. El número de parados superaba en noviembre los 11 millones de personas con lo que la tasa de paro se situaba en el 7,2 por 100. El ritmo al que aumenta la población desempleada es significativo ya que la proporción de parados en relación a los activos ha crecido más de dos puntos porcentuales desde diciembre de 2007. Uno de los datos más preocupantes en relación al mercado laboral es el aumento de los despidos sin ser éstos de carácter temporal, que han aumentado en 202.000 en el mes de diciembre. Habrá que esperar el efecto sobre el empleo que tendrán las medidas de rescate y reactivación de la economía que se están barajando desde la Casa Blanca, como los más de 13.000 millones de dólares que se pondrán a disposición de las tres grandes de Detroit o la capacidad de generar empleo de algunas empresas tras la aplicación de los beneficios fiscales que pretende aplicar Obama, antes de vaticinar un considerable aumento de la tasa de paro si la situación económica a escala global se mantiene como en la actualidad.

La tasa de inflación, que en julio y agosto repuntó por encima del 5 por 100 a causa del encarecimiento de la energía, se ha movido a la baja

en los últimos tres meses cayendo un 0,7 por 100 en diciembre, lo que arroja un crecimiento de los precios del 0,1 por 100 en los últimos doce meses. El descenso del índice de precios del último mes se debe a la caída de los precios de los bienes energéticos, especialmente de la gasolina, y del transporte con descensos del orden del 8,3 y 4,4 por 100 respectivamente. Por otro lado, la subyacente rompió la dinámica de crecimiento de los tres primeros trimestres del año, con tasas de crecimiento del 2,0, 2,5 y 2,7 por 100 respectivamente, al experimentar una contracción del 0,3 por 100 en el cuarto trimestre de 2008. La Reserva Federal ha recortado los tipos de interés hasta el 0-0,25 por 100 tras el recrudecimiento de la crisis financiera en septiembre, a partir de la quiebra de Lehman Brothers. La búsqueda de refugio ante el torbellino que asola los mercados ha hundido la rentabilidad de la deuda pública en los tramos más cortos. Así, por ejemplo, la referencia a tres meses ha llegado a alcanzar rentabilidades negativas y los tipos a largo plazo, por su parte, que se movieron al alza hasta el mes de agosto, también han retrocedido a partir de entonces, no solo por la huida hacia la seguridad, sino también como consecuencia de las expectativas más favorables para la inflación.

El sector inmobiliario es uno de los más involucrados en la crisis económica. Los bajos tipos de interés y las innovaciones financieras facilitaron el acceso al crédito para la adquisición de vivienda –no sólo en EEUU, países como España o Irlanda experimentaron escenarios similares–, lo que produjo un aumento de la demanda y con ello del precio de la construcción residencial convirtiéndose, ésta en una inversión atractiva para las empresas. La proliferación de las hipotecas subprime y el efecto riqueza negativo que provocó el freno del ascenso de los precios de las viviendas dispararon la tasa de morosidad y los embargos. Actualmente, la inversión en construcción residencial continúa con la senda descendente iniciada en 2006, registrando una caída del 23,6 por 100 en el último trimestre del año en comparación con el periodo precedente. En diciembre de 2008, el precio medio de la vivienda nueva descendía, en relación al mismo mes del año anterior, más de un 13 por 100 mientras que el número de viviendas iniciadas caía un 45 por 100. La caída de las ventas de las viviendas de segunda mano se ha moderado en los últimos meses del año 2008, registrando incluso un crecimiento positivo en el mes de septiembre, tras reducciones del orden del 20 por 100 a principios del mismo, para retomar la tendencia descendente en los últimos meses del año. El continuo aumento de la tasa de paro, junto con las restricciones crediticias y, a pesar de la laxitud de la

política monetaria de la Fed, son hechos que evidencian la escasa probabilidad de una recuperación temprana para el sector de la construcción.

La escasez de ahorro interior de la economía estadounidense y el aumento de la demanda de financiación para los proyectos de inversión, motivados en gran medida por el boom inmobiliario, recientemente, y las punto com a finales de los años 90, han generado una fuerte dependencia de capital extranjero. El déficit por cuenta corriente en el tercer trimestre de 2008 superó los 174 billones de \$ a pesar del aumento más moderado de las importaciones –que experimentó un modesto repunte del 0,67 por 100 con respecto al trimestre anterior– y el estímulo de las exportaciones cuya tasa de variación intertrimestral alcanzó un 1,75 por 100. Las transferencias, por su parte, lanzaron un saldo neto negativo de 28,3 billones de dólares, lo que implica un decremento del 2,2 por 100. La adquisición de activos por parte de residentes extranjeros superó los 125 billones de dólares, lo que dejó un balance financiero neto de 116 billones de dólares. La tasa de ahorro interior con signo negativo con la que cuenta la economía norteamericana se atribuye, en gran medida, al sector público, cuyo déficit presupuestario lastra las finanzas públicas desde el año 2001. En el tercer trimestre, la necesidad de financiación alcanzó los 842 billones de dólares. La expansión del gasto público durante el mandato de George Bush no fue un gran problema mientras la bonanza económica financiaba parte del mismo gracias a la recaudación impositiva. Con la crisis, los ingresos del Estado se han reducido considerablemente y las políticas que pretende llevar a cabo el presidente electo, Barack Obama, sugieren reducciones de la presión fiscal –lo que implica menos recursos propios– y un aumento del gasto público –mayor necesidad de financiación–. Dada la inestabilidad del sistema financiero y las perspectivas negativas sobre el crecimiento a nivel global, la emisión de Deuda Pública se erige como la forma de financiación más probable, contribuyendo a aumentar el desequilibrio presupuestario e hipotecando las posibilidades de crecimiento futuro de la economía estadounidense.

A pesar de todos los problemas analizados, la flexibilidad de sus mercados de bienes, servicios y sobre todo, de la mano de obra, así como su creciente potencial tecnológico, hacen prever una recuperación más rápida que en otros países, con lo que el PIB podría crecer positivamente en el año 2010 con un escenario de estabilidad de precios, pero no, afortunadamente, deflacionista.

Tabla 1 ¹ . Evolución y previsiones de los principales indicadores de la economía norteamericana													
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	###	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIB real	4,5	4,2	4,4	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,4	-0,9
Consumo Privado	3,8	5,0	5,1	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,4	-1,2
Consumo Público	1,8	1,6	3,1	1,7	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,8	2,3
Formación Bruta de Capital Fijo	8,0	9,1	8,2	6,1	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-3,1	-7,3
- No residencial	12,1	11,1	9,2	8,7	-4,2	-9,2	1,0	5,8	7,2	7,5	4,9	2,4	-7,6
- Residencial	1,9	7,6	6,0	0,8	0,4	4,8	8,4	10,0	6,3	-7,1	-17,9	-21,3	-16,8
Demanda Interior	4,8	5,3	5,3	4,4	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	-0,1	-1,6
Saldo de la Cuenta Corriente (% PIB)	-1,7	-2,5	-3,3	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,9	-3,9
Retribución por empleado	4,0	5,4	4,5	6,7	2,6	3,3	3,3	4,5	3,4	3,9	4,0	3,5	3,0
Tasa de desempleo (% fuerza laboral)	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,7	7,3
Índice de precios al consumo	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,3	1,6
² Déficit (-)/ Superávit (+) de las AA.PP	-0,5	0,4	0,4	0,9	-0,7	-3,6	-4,6	-4,4	-3,6	-2,6	-3,2	-5,1	-5,5
Tipo interés anual corto plazo (%)	5,7	5,5	5,4	6,5	3,7	1,8	1,2	1,6	3,5	5,2	5,3	3,3	1,7
Tipo interés anual largo plazo (%)	6,4	5,3	5,6	6,0	5,0	4,6	4,0	4,3	4,3	4,8	4,6	3,8	4,1

¹ Las variables están expresadas en variaciones porcentuales interanuales salvo especificación de lo contrario.

² % PIB potencial ajustado por el efecto del ciclo.

Fuente: OECD Economic Outlook.

PROGRAMA ECONÓMICO ADMINISTRACIÓN OBAMA

El presidente Barack Obama y el vicepresidente Joe Biden, están apostando por una serie de medidas en materia de política económica dirigidas a reactivar la economía y conseguir un mayor grado de redistribución de la riqueza, cuya implementación implicaría una mayor presencia del Estado y un aumento del proteccionismo, medidas que atentan con el compromiso del G-20 con los principios del libre mercado y de los principios de la OMC. El rescate de importantes entidades financieras ha provocado la nacionalización de parte del sistema bancario estadounidense lo que, unido a las pretensiones del presidente de establecer un marco regulatorio mucho más severo e intervencionista, podría impedir su desarrollo ante la limitación de la innovación financiera, mientras que la necesidad más urgente del sistema es la de hacerlo más transparente, ya que la opacidad bajo la que se operaba en el mismo, ha sido uno de los desencadenantes de la crisis. Los estadounidenses podrían dejar de obtener los beneficios que otorga el libre comercio, al tiempo que se incrementarían las desigualdades en la distribución de la riqueza de los países menos desarrollados, si las renegociaciones sobre el Tratado del Libre Comercio que pretende la Administración de Obama, siguen adelante, al imponerse

condiciones más exigentes en materia medioambiental y laboral a las importaciones.

El preocupante ritmo en la destrucción de empleo que asola a la economía norteamericana ha hecho que la creación de puestos de trabajo sea una de las prioridades en la agenda presidencial. Para estimular la contratación, el presidente electo pretende introducir incentivos tributarios para las empresas como el que supone la concesión de un crédito fiscal de 3.000 dólares a las unidades productivas en funcionamiento por cada puesto de trabajo generado durante 2009 y 2010. Con la exención del gravamen de las ganancias de capital destinadas a inversiones en la creación o en el desarrollo del pequeño comercio, se pretende impulsar la contratación en el mercado minorista. Sin embargo, la reducción de la carga tributaria no se extiende a todas las empresas; aquellas emplazadas en el exterior, por ejemplo, no podrán beneficiarse de esta medida.

Reducir la dependencia energética y por tanto su vulnerabilidad representa uno de los grandes retos de política económica del nuevo Presidente Norteamericano. Para conseguirlo, en su programa propone una inversión de 150.000 millones de dólares en energías alternativas, renovables, pero es posible que también contemple el impulso de la energía nuclear. Este plan podría generar, según estimaciones del «programa electoral», más de dos millones y medio de puestos de trabajo.

El plan de emergencia de Obama y Biden contempla una dotación por valor de 25 billones de dólares para la reconstrucción de las infraestructuras de transporte y para la reparación de escuelas. Esta medida tiene un triple cometido ya que, además de crear empleo para cerca de 1 millón de personas, la inversión fortalecerá el tejido productivo en el medio plazo y aumentará la seguridad de los usuarios de dichas infraestructuras. Aunque incurre en el error de obligar a utilizar, tan sólo, materiales, acero y cemento, producidos en el país. En cuanto a la industria del automóvil, una de las más relevantes para la economía norteamericana, aunque tecnológicamente anticuada, está siendo una de las más afectadas por la recesión estadounidense –en tan sólo un mes, de octubre a noviembre de 2008, se destruyeron 27.000 empleos–. Se pretende constituir un aval de 50 billones de dólares para reactivar el sector.

El efecto riqueza negativo ocasionado por la crisis del sector inmobiliario –la bajada del precio de la vivienda ha superado, en media, el 12 por 100 interanual de octubre de 2008– junto con la debilidad de los salarios y el crecimiento del desempleo, han mermado la capacidad adquisitiva de

un buen número de hogares. La Administración de Obama pretende llevar a cabo recortes impositivos para las rentas bajas y medias bajo el lema «*Making work pay*» de hasta 500 dólares en las rentas de los trabajadores, y 1.000 dólares en las de las familias, lo que llevaría asociado un coste a las arcas del Estado, según las estimaciones del *Committee for a Responsible Federal Budget*, de 72 billones de dólares hasta el año 2013. Las rentas de las personas mayores que no superen los 50.000\$ quedarían, además, exentas de la tributación, lo que conllevaría, según estimaciones de la Administración, a un aumento del ahorro de este segmento de la población de 1.400\$, aproximadamente. La reducción de ingresos provocada por la disminución de la recaudación en concepto de impuesto sobre la renta sería compensada por el aumento, en casi 5 puntos porcentuales (hasta alcanzar los niveles de 2001), del tipo marginal al que tributan las rentas más altas que, actualmente, se sitúa en el 35 por 100, por cuyo concepto se espera una recaudación de 48 billones de dólares en los próximos cuatro años. No obstante y, atendiendo a la curva de Laffer, el incremento de la presión fiscal podría tener el efecto contrario al pretendido en la recaudación si el tipo marginal se sitúa a la derecha del óptimo, al distorsionarse con dicho incremento las decisiones sobre el trabajo.

La imposibilidad de hacer frente a los pagos hipotecarios de muchas de las familias estadounidenses se erige como uno de los problemas fundamentales de la economía norteamericana. El plan Obama recoge la creación de un Fondo de Prevención de Ejecuciones Hipotecarias, dotado con 10.000 millones de dólares con el fin de prestar asistencia a los propietarios de primeras viviendas, para renegociar sus préstamos hipotecarios o vender la residencia con el fin de evitar el embargo de la misma. Una nueva fuente de financiación pública que penalizará el ahorro de las rentas más altas y elevará el déficit exterior, es el establecimiento de un nuevo tipo impositivo del 20 por 100 sobre las ganancias de capital y de los dividendos para las rentas mayores de 250.000 dólares; y, por otro lado, se mantiene el 15 por 100 para aquellas situadas por debajo de este tramo de renta.

Durante la pasada campaña electoral, tanto McCain como Obama señalaban la necesidad de reformar el sistema sanitario estadounidense, hacia un modelo más universal ya que, a pesar de ser uno de los más eficientes del mundo (aún teniendo en cuenta las distorsiones introducidas por el sistema impositivo en el mercado de seguros), deja sin cobertura médica a más de 47 millones de personas (los programas públicos únicamente asisten a las personas mayores y a los más desfavorecidos). Entre

las propuestas del candidato demócrata se encontraba la creación de un mercado de seguros sanitarios (*National Health Insurance*) en el que participasen empresas privadas con ofertas similares a la de los empleados públicos (*Federal Employees Health Benefits Program*), con primas justas y costes mínimos para la sanidad preventiva. Estas medidas supondrían un coste para la Administración Obama de entre 115 y 144 billones de dólares hasta 2013, que esperaban ser financiados con el aumento de la presión fiscal de los individuos con mayores rentas. No obstante, los malos resultados económicos que muestran cada mes los principales indicadores macroeconómicos, han provocado que el presidente electo se plantee un aplazamiento de esta reforma sanitarias.

Tras los graves atentados del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos, la defensa nacional pasó a ser una de las prioridades de la Casa Blanca. La pretensión del futuro presidente de ampliar el tamaño de la Armada y del Cuerpo de Marines en 65.000 y 27.000 efectivos, respectivamente, supondría un coste de 20 billones de dólares hasta 2013. Por otro lado, la retirada paulatina de las tropas de Irak en 16 meses, propuesta por Obama, implicaría un ahorro, según estimaciones oficiales, de 156 billones de dólares en los próximos cuatro años; no obstante, este tema se analizará con detalle en el epígrafe siguiente.

En definitiva, el coste estimado de las políticas en materia económica y social, propuestas por los demócratas, conducirían a un déficit presupuestario que oscilaría entre los 264 y los 318 billones de dólares en 2013, según el *Committee for a Responsible Federal Budget*. A este respecto, el aspecto más controvertido es la forma de financiación de este gasto, ya que la menor recaudación impositiva, como consecuencia de la menor actividad económica, junto con la falta de ahorro que caracteriza a la economía norteamericana, apuntan a la necesidad de financiación a través de la emisión masiva de deuda pública hacia los mercados internacionales, limitando la capacidad de financiación privada a medio plazo y con ello, la creación de empleo, y en definitiva, el crecimiento económico.

El primer paquete de medidas que se han tomado en el Plan de estímulo económico aprobado por las Cámaras de Representantes, contiene un presupuesto de 819.000 millones de dólares a repartir entre incentivos fiscales y grandes inversiones públicas, pero con la obligación de que los proyectos de infraestructuras subvencionados utilicen hierro y acero producidos en EEUU.

Este plan, que puede tener un coste total que se aproxima a los 900.000 millones de dólares, va mucho más allá en estos requisitos proteccionistas conocidos como «*Buy American*» (comprar americano), al exigir que todos los proyectos financiados con el plan de estímulo utilicen materiales y equipamientos producidos en EE.UU. Es una idea resucitada de las intervenciones gubernamentales durante la Gran Depresión y los años ochenta. Para los defensores del «*Buy American*», en cuyas filas se encuentran los sindicatos y las patronales con mayores perspectivas de beneficio, estos requisitos proteccionistas son la única forma de garantizar que el plan de estímulo genere puestos de trabajo dentro de Estados Unidos. De hecho, en defensa de su plan de estímulo, la Administración Obama ha destacado el objetivo de crear o salvar entre 3 y 4 millones de puestos de trabajo. Los opositores a mezclar las necesidades de estímulo económico con medidas de proteccionismo, voces críticas que incluyen a grandes multinacionales de Estados Unidos como General Electric o Caterpillar, insisten en que la insistencia en «*Buy American*» constituye en estos momentos una peligrosa iniciativa contra el libre comercio.

PROGRAMA DE DEFENSA

Parece lógico pensar que cualquier decisión que en materia de seguridad y defensa pueda tomar la nueva Administración norteamericana, deberá tener en cuenta no solamente el componente estratégico de la misma, sino también su alcance económico y sus efectos presupuestarios. Ahora bien, entre las razones de mayor peso que puedan orientar la futura estrategia de seguridad del nuevo presidente, hay dos que revestirán casi con total seguridad una especial importancia. Por un lado, su firme decisión, expresada reiteradamente a lo largo de su campaña electoral, de retirar las tropas estadounidenses de Irak, para trasladar el centro de gravedad de las operaciones militares de la «guerra contra el terrorismo» a Afganistán y su frontera con Pakistán; y por el otro, la de conjugar equilibradamente su futura política de seguridad y defensa con el escaso margen de maniobra disponible, consecuencia de los importantes compromisos presupuestarios previamente adquiridos y de la grave crisis económica y financiera a la que se enfrenta la economía mundial en general, y la de Estados Unidos en particular.

Por lo que se refiere a la cuestión del nuevo enfoque en la política de seguridad y defensa para Irak y Afganistán, como primera actuación que sirva para materializar ante los ojos del mundo el cambio que la nueva

Administración quiere imprimir a la lucha frente al terrorismo, se aprecian entre otros, una serie de elementos francamente interesantes, como es el hecho de mantener al actual Secretario de Defensa en su puesto para dirigir el cambio de la estrategia de seguridad. En otras palabras, más allá de otro tipo de consideraciones de carácter político, estratégico, económico y presupuestario que analizaremos posteriormente, esta decisión deja pensar que los profundos cambios que propone el nuevo presidente en esta materia se van a llevar a cabo por un equipo que conoce perfectamente el escenario y su problemática actual. Lo cual, si bien no garantiza el éxito en los resultados de los cambios planeados, cuanto menos promete una importante reducción de las incertidumbres que una actuación tan compleja y delicada como ésta pueda conllevar, no solamente para la seguridad estadounidense, sino también sobre sus posibles efectos y consecuencias para la seguridad mundial, tal y como analiza en su trabajo el Teniente Coronel Calvo.

En relación a las futuras asignaciones presupuestarias para el Departamento de Defensa y la guerra contra el terrorismo, el nuevo inquilino de la Casa Blanca deberá encajar los efectos derivados de la reorientación que pretende dar a su estrategia en Irak y Afganistán con el margen presupuestario disponible a lo largo del próximo mandato, cuestión esta que al no ser independiente del resto de políticas públicas, tendrá que compaginarse con otras muchas y ambiciosas propuestas electorales, y con una compleja y difícil situación económica y financiera. En este sentido, el presidente Obama no ha dudado en reconocer que en un periodo de déficit y crisis económica como la actual, la reforma presupuestaria «no es una opción sino un imperativo» (1), y para ello ha puesto a su recién nombrado equipo económico a trabajar en la revisión del presupuesto federal «página por página y línea por línea», eliminando los programas que no se necesiten, e insistiendo en aquellos que funcionan con una relación coste-beneficio conveniente. La orden a su equipo económico es clara y contundente, al exigirle que «piense de nuevo y actúe de nuevo», para lo cual tendrá que revisar la financiación de aquellos programas que resulten obsoletos, o que puedan ser consecuencia, no de actuaciones eficientes en el ámbito político y económico, sino de intereses de parte, que únicamente favorecen el aumento de la presión fiscal sobre los contribuyentes.

(1) Cfr. B. Obama (2008): «Conferencia de prensa de 25 de noviembre». El déficit presupuestario de Estados Unidos ha alcanzado en 2008 la cifra récord de 458.000 millones de dólares, superando a la alcanzada el año anterior en casi 161.500 millones de dólares.

No existe un consenso generalizado por parte de los analistas e investigadores económicos a la hora de valorar los efectos que de manera más o menos directa hayan podido incidir sobre la economía y las finanzas estadounidenses como consecuencia de las operaciones militares llevadas a cabo hasta el momento en Irak, Afganistán y, en general, en la lucha contra el terrorismo global inspirado y desarrollado por al-Qaeda y sus franquicias en sus distintas formas y actuaciones. Un elemento fundamental a tener en cuenta a la hora de aproximarse a los temas relacionados con la seguridad y la defensa, es que se trata de asuntos altamente politizados, donde, en ocasiones, las decisiones trascienden lo puramente recomendable desde el punto de vista de la actuación militar, entendida en su sentido técnico-profesional, y de la aplicación eficiente de los recursos económicos necesarios para llevar a cabo dichas actuaciones. Por lo tanto, no es de extrañar que economistas e investigadores estén en desacuerdo y discrepen incluso en cuestiones de principio, como es el hecho de desarrollar una argumentación científica basada en la teoría económica, que permita demostrar de forma analítica si los conflictos bélicos inducen efectos que finalmente favorecen las perspectivas de desarrollo económico de los países involucrados, o si, por el contrario, las deterioran.

Ahora bien, dejando de lado consideraciones tanto de tipo académico como especulativo, y centrándonos en el análisis actual de las posibles efectos derivados de las operaciones militares de la guerra contra el terrorismo en Irak y Afganistán sobre la economía norteamericana, se puede observar cómo tampoco resulta fácil llegar a una conclusión definitiva, ofreciéndose distintas interpretaciones de los resultados dependiendo de las fuentes empleadas para su análisis. Así pues, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) indicaba en un informe presentado en octubre de 2007, que el gasto militar en Irak ascendía a 368.000 millones de dólares más otros 45.000 para cuidados a los veteranos, entrenamiento y servicios diplomáticos, mientras que el gasto directo en Afganistán ascendía a casi otros 200.000 millones. Sobre esta base, el CBO realizaba una proyección de los costes de la guerra de Irak hasta 2017 por la cual se podría alcanzar el billón de dólares, más otros 705.000 millones de dólares en concepto de intereses, que junto a la proyección de gasto correspondiente a la guerra de Afganistán, daría una previsión total de gasto para ambos conflictos de 2,4 billones de dólares (2). Si se admitiera la bondad de dicha previsión, teniendo en cuenta el

(2) Cfr. Congressional Budget Office (2007): *Estimated costs of U.S. Operation in Iraq and Afghanistan and of Other Activities Related to the War on Terrorism*.

nivel actual de población de Estados Unidos, ello significaría un coste medio total de 7.973 dólares per cápita, o de 570 dólares per cápita y año. Por el contrario, el comité económico del partido demócrata y algunos economistas afines a las tesis de este partido (3), afirman que estas proyecciones subestiman el coste del conjunto de las operaciones militares en Irak y Afganistán. Según sus previsiones, los costes de ambas guerras en su conjunto ascenderían en 2007 a 3,5 billones de dólares, con lo que el coste global de la guerra daría una media de 11.627 dólares per cápita u 830 dólares per cápita y año (4).

En su programa electoral, Obama prometió que, una vez que fuera elegido presidente comenzaría de inmediato la retirada de las tropas estadounidenses de Irak, y declaró que quería traer a casa una o dos brigadas al mes, es decir completar la retirada en el plazo de dieciséis meses. En Irak, se quedaría una fuerza militar residual, con la tarea de «proteger al personal diplomático y militar americano en Irak, y continuar con la persecución de al-Qaeda en el país» (5). Cuando en abril de 2008, el general Petraeus, comandante de las tropas norteamericanas en Irak, compareció ante el Comité de las Fuerzas Armadas del Senado de Estados Unidos para dar cuenta de los progresos producidos por el cambio de doctrina puesto en marcha por el presidente Bush en enero de 2007, y que implicó un aumento de los efectivos estacionados en Irak, Obama afirmó que la guerra seguía costando demasiado, tanto en términos de vidas humanas como de presupuesto federal. Por ello, se opuso al plan del general Petraeus, que pretendía mantener la presencia militar norteamericana en niveles similares a los anteriores al plan de choque también después del verano de 2008, confirmando su completa oposición «a una guerra sin fin en Irak que ignora los costes crecientes para nuestras tropas y sus familias, para nuestra seguridad y para nuestra economía» (6).

(3) El antiguo asesor del presidente Clinton, Joseph E. Stiglitz, publicó en 2006 junto a Linda Bilmes, una proyección que posteriormente ha tenido su continuación en un libro titulado «*The Three Trillion Dollar War*», por la cual los costes totales de la guerra de Irak superaban la cifra propuesta por el CBO, especulando con el hecho de que era necesario incluir costes adicionales a los presupuestarios. Esta proyección fue contestada por el CBO al final de su informe de 2007, aduciendo que parte de la diferencia podría deberse a factores como la inflación y las subidas salariales, que poco o nada tienen que ver con las operaciones militares en Irak y Afganistán.

(4) Cfr. Schumer C.E y Maloney C.B. (2007): *War at Any Price? The total Economic Cost of the War Beyond the Federal Budget*, A Report by the Joint Committee Majority Staff. Tanto una predicción como la otra tienen en cuenta el pago de los intereses generados por la deuda.

(5) Cfr. «Obama's Plan to Responsibly End the War in Iraq», <http://www.barackobama.com/>.

(6) Cfr. CFR, «Campaign 2008 - The Candidates on Iraq».

Por el contrario, el actual presidente considera que la estabilización de Afganistán es una pieza clave para la seguridad nacional norteamericana y se ha comprometido a mantener y potenciar la misión en este país. Barack Obama, además, quiere trasladar a Afganistán parte de las tropas que retiraría de Irak. En un discurso titulado «*The war we need to win*» (La guerra que necesitamos ganar) de agosto de 2007, afirmó que si era elegido presidente enviaría «por lo menos dos brigadas adicionales a Afganistán para reforzar las operaciones estadounidenses de contraterrorismo y respaldar los esfuerzos de la OTAN contra los talibanes» (7), una medida que, posteriormente, puso en marcha la misma administración Bush. Además, mantenía que las guerras de Irak y Afganistán están interrelacionadas y requieren una estrategia combinada. Así pues, el centro de atención se desplazará de Irak a Afganistán, que el nuevo presidente ha definido de forma repetida como «el frente central de la guerra contra el terrorismo». Según Obama, a pesar de algunos avances en la mejora de las condiciones de vida de la población afgana, y a la luz de las graves dificultades que se están presentando, junto con un fortalecimiento de la guerrilla talibán, la misión en Afganistán está en peligro. Para ello, según el presidente electo, «tenemos que llevar a cabo una estrategia integrada que refuerce nuestras tropas en Afganistán (...) y que incluya una fuerte acción diplomática para aislar a los talibanes y programas de desarrollo más eficaces» (8).

Además, el actual presidente de Estados Unidos pide un mayor compromiso y esfuerzo militar y económico a los aliados de la OTAN, y la suavización de las limitaciones nacionales al uso de las tropas europeas en las operaciones contra los talibanes. En este sentido, durante la campaña afirmó: «está claro que necesitamos de un mayor apoyo por parte [de nuestros aliados europeos]. Además necesitamos que se eliminen algunas de las limitaciones que han impuesto a las tropas en el país. No es posible una situación en la que se pide a Estados Unidos y Gran Bretaña que realicen el trabajo sucio mientras que nadie más quiere comprometerse a combatir a los talibanes» (9). En el mes de junio de 2008, las fuerzas internacionales destinadas en Afganistán en el marco de la misión encabezada por la OTAN, *International Security Assistance Force* (ISAF), y la misión encabezada por los estadounidenses, *Enduring Freedom*, han registrado el mayor número de bajas desde el derrocamiento de los talibanes a finales de 2001.

(7) B. Obama, Discurso tenido en Washington el 1 agosto 2007, www.barackobama.com.

(8) B. Obama, «Renewing American Leadership», *Foreign Affairs* julio/agosto 2007.

(9) Cfr. «Election 2008 – Debate tracker: Afghanistan & Nato», GMFUS.

El incremento de las bajas encuentra su explicación en el aumento de las fuerzas hostiles a la coalición (talibanes, señores de la guerra, grupos ligados a al-Qaeda), con el consiguiente aumento del número de soldados extranjeros, y el uso de la ISAF en áreas más peligrosas de Afganistán. El número de los efectivos OTAN y su empleo en operaciones de combate es, desde hace tiempo, fuente de fricciones como consecuencia de las limitaciones impuestas por algunos países a sus contingentes. En este sentido, es probable que el Gobierno español se tenga que replantear, como el resto de aliados de la OTAN, su actuación futura en esta misión.

La visión de cómo el presidente va a llevar a cabo su política de cambios al Pentágono no se agota con su promesa electoral de finalizar la guerra de Irak y trasladar el centro de gravedad de las operaciones de la «guerra contra el terror» a Afganistán, sino que –según su programa electoral– se buscaría aumentar los efectivos humanos en la estructura más básica de las fuerzas armadas estadounidenses, mejorar los programas de atención para veteranos, aumentar el gasto en determinados programas industriales –como es el caso de los vehículos aéreos no tripulados o los aviones de repostaje– y potenciar cualquier tipo de política dirigida a poner bajo control el armamento nuclear. Parece ser, por lo tanto, que se puede abrir un nuevo ciclo de cara a las políticas futuras de seguridad y defensa de Estados Unidos, que marcará muy posiblemente las líneas de actuación del Pentágono.

No está claro cómo pueda actuar el Presidente, en la actual coyuntura de crisis económica, de cara a la reestructuración de las fuerzas armadas y de funcionamiento del Pentágono. Según algunos expertos, sus prioridades son impredecibles, ya que no tiene tantas ataduras con el aparato de defensa, lo que le permitiría llevar a cabo importantes cambios en esta materia. No obstante, el presidente en ningún momento ha querido aparecer como un débil en temas de defensa. Otros expertos consideran, por el contrario, que nada va a cambiar, por lo menos a corto plazo, como por otro lado parecen corroborar las primeras decisiones tomadas por Obama a la hora de confirmar en su puesto al Secretario de Defensa Robert Gates. Está claro que resultaría muy complicado recortar programas industriales de defensa en un momento de profunda crisis económica, puesto que ello afectaría de forma significativa a los niveles de empleo en un sector tecnológicamente muy cualificado. No obstante, lo que sí parece probable es que, de una forma u otra, el gasto militar de Estados Unidos se vaya a ver abocado a una profunda revisión acorde con la situación económica futura y con los compromisos electorales asumidos por el presidente electo.

EFFECTOS DE LA CRISIS EN ESPAÑA

El origen de la crisis en España es básicamente interno y se encuentra en el final de la fase expansiva y en los inevitables procesos de ajuste derivados de esta circunstancia, a través de los cuales se corrigen los desequilibrios generados durante la misma. Así, por una parte, el elevado endeudamiento de los hogares, unido a los altos tipos de interés, y, en la primera mitad del año, al encarecimiento de los productos básicos, se ha traducido en una importante contracción del gasto y en la paralización de la inversión residencial. La bajada del precio de los activos inmobiliarios, asimismo, genera un efecto riqueza negativo que refuerza la tendencia a la baja del consumo, y genera expectativas de mayores bajadas que producen el efecto de retrasar las decisiones de compra de vivienda, haciendo más profunda la caída de actividad en el sector inmobiliario. Por otra parte, el abrupto final de la expansión inmobiliaria ha dejado un sector de la construcción sobredimensionado, con un gran «stock» de viviendas sin vender, que requiere fuertes ajustes en el empleo y en el nivel de actividad para adecuarse a las nuevas condiciones de una demanda más sostenible. Asimismo, se está produciendo una profunda pérdida de competitividad como consecuencia fundamentalmente de la fortaleza de nuestra moneda, del incremento de los costes laborales y financieros y por el incremento de los costes de producción provocados por la ruptura de la unidad de mercado.

No se puede despreciar, sin embargo, el considerable impacto de la crisis financiera mundial, que está desempeñando un papel importante como aceleradora e intensificadora de la crisis real de nuestra economía. En los primeros nueve meses del año 2008, su efecto sobre la actividad económica española se transmitió fundamentalmente a través de los elevados tipos de interés del mercado interbancario, a los cuales está vinculada buena parte de la deuda de los hogares y de las empresas españolas. Más recientemente, sobre todo tras el recrudecimiento de las tensiones internacionales, al canal anterior se ha añadido el de la restricción del crédito, como resultado de la dificultad por parte de las entidades financieras españolas para obtener recursos en los mercados internacionales. Pese a la solidez, solvencia y buena gestión de los bancos y cajas españoles, estos no han podido escapar a las consecuencias de la crisis de confianza desatada en los mercados internacionales, a consecuencia de la cual se han secado las fuentes tradicionales de suministro de liquidez. Esta circunstancia es especialmente grave en el caso de la economía española, demandante neta de recursos en los mercados financieros

internacionales por tener uno de los déficit de balanza por cuenta corriente más altos del mundo. Es cierto que la caída del crédito en España obedece, en parte, a una disminución de la demanda a consecuencia del retraimiento del consumo y de la inversión en un contexto de fuerte crisis interna. Esta circunstancia hace que la caída de la actividad económica y del empleo sea más rápida. También se ha incrementado la prima de riesgo en sus créditos a empresas y familias.

El IBEX ha sobrereaccionado a la baja, con una caída del 39% en el año 2008, la más importante de su historia. Con una visión más sosegada, hay que reconocer que estamos capeando el temporal gracias a que nuestra banca seguía el modelo comercial, lo que, en la coyuntura presente, le ha permitido cambiar el protagonismo del activo por el del pasivo. España sufrió una profunda crisis bancaria entre 1979 y 1983, que llevó a 51 bancos a acogerse al fondo de garantía, con lo que aprendieron de los errores y se extremó la regulación. Asimismo, los bancos comerciales tienen muy diversificados sus riesgos, incluso con conexiones en el ámbito internacional dentro de una política de apertura al exterior muy eficiente impulsada por la fuerte competencia del sistema financiero internacional. La clave ha sido la captación de los depósitos a través de la diversificación de sus redes, con la ayuda de sus, en general, elevados ratios de solvencia –con fuertes provisiones acumuladas en la fase alcista– y de eficiencia. Nuestro problema es que tenemos que financiar un déficit exterior de más del 10,5%, y parte del endeudamiento acumulado previo, lo que nos hace especialmente vulnerables a episodios de restricciones de crédito exterior; y esto es lo que explica la cierta cerrazón del crédito, ya que al expandir el mismo, las entidades están intentando consolidar la financiación del que ya tienen (mediante provisiones adicionales) y procurando capitalizarse con la venta de activos no estratégicos. Nuestro sistema financiero es lo suficientemente sólido como para garantizar, por sí mismo, todos los depósitos y como para fusionar y absorber algunas pequeñas entidades con problemas. Sin embargo, también hay que recordar que existe relación directa entre riesgo y rentabilidad, por lo que es lógico que quien se exponga a más riesgo asuma también sus pérdidas. Las medidas implementadas por el Gobierno han permitido alargar los plazos de financiación y mediante los avales permitir una mejor financiación en los mercados internacionales.

En este contexto, el vertiginoso declive de la economía española se ha acentuado en el último trimestre del año 2008, en el que la actividad habría sufrido una caída del 0,2 por 100 intertrimestral en el tercer trimes-

tre y aún mayor en el cuarto, cercano al 1,1 por 100, lo que confirmaría, por un lado, la entrada en recesión de la economía española y augura un moderado crecimiento anual de la producción agregada del 1,1 por 100, 2,6 puntos por debajo de 2007. Todos los componentes de la demanda nacional, excepto el consumo público, experimentarían en el cuarto trimestre un repliegue, de modo que la aportación de esta al crecimiento intertrimestral se vuelve negativa en 2,4 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior realiza una contribución positiva de 1,7 puntos porcentuales. Así, por segundo trimestre consecutivo, la aportación del sector exterior es superior a la de la demanda nacional, aunque esto se debe a la contracción de las importaciones. El consumo continúa con su senda decreciente en el cuarto trimestre del año, teniendo en cuenta el dramático derrumbe de los indicadores de gasto durante dicho periodo, como el desplome de la venta de automóviles, con una caída que supera el 50 por 100 interanual en diciembre de 2008 o los índices de confianza que han caído hasta mínimos históricos y las ventas minoristas se han reducido un 7,5 por 100 interanual durante el cuarto trimestre. Afortunadamente, dos de los factores que más han incidido sobre el repliegue de esta variable macroeconómica, los elevados tipos de interés y el encarecimiento de los productos básicos, han cambiado significativamente de signo, lo que podría actuar como soporte de su caída en los próximos trimestres. En cualquier caso, mientras el nivel de endeudamiento no se reduzca, y el proceso de ajuste del empleo en la construcción no se complete, el consumo mantendrá su tendencia a la baja.

La formación bruta de capital fijo sigue decreciendo en el último trimestre del año. El motivo fundamental del ajuste inversor se halla, por lo tanto, en el acusado empeoramiento de las expectativas, como pone de manifiesto el agudo declive de los indicadores de confianza empresarial, que se encuentran en los niveles más bajos desde la crisis de 1993. A esto también habría que añadir los altos tipos de interés, así como las dificultades para obtener financiación y el elevado nivel de endeudamiento empresarial.

La inversión en construcción continúa contrayéndose en el último trimestre del año siendo, la construcción inmobiliaria la que sufre un mayor descalabro. Así, los visados de obra caen vertiginosamente, a ritmos superiores al 60 por 100, y el número de viviendas iniciadas se ha reducido a la mitad a lo largo del último año. Además, el mercado inmobiliario sigue paralizado. La compraventa de viviendas continúa descendiendo en picado, con caídas interanuales que superan el 35 por 100, según se despren-

de de indicadores como la compraventa de viviendas o el número de hipotecas constituidas. El índice de precios de la vivienda que el INE ha comenzado a elaborar recientemente, y que parte de los precios recogidos en las escrituras, sí acusa bajadas en el cuarto trimestre del año aunque leve, del 0,7 por 100 respectivamente. Esta situación de crisis en la que se encuentra el mercado inmobiliario se va a prolongar durante bastante tiempo. Dadas las condiciones de elevado endeudamiento de los hogares, deterioro de la confianza, restricción del crédito y caída del empleo, además de exceso de oferta y expectativas (fundadas o no) de bajadas de precios, no se vislumbra una reactivación a medio plazo. En definitiva, es previsible que el Producto Interior Bruto español se contraiga más de un 2 por 100 durante el año 2009 y la duda es si la recesión también se puede mantener en el 2010, o si se toman las medidas oportunas, la inflexión se puede registrar a finales de este año.

El número de empleos, medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, decreció un 0,8 por 100 en el tercer trimestre del año en comparación con el trimestre anterior, y ya se mueve en tasas interanuales negativas. De acuerdo con la Encuesta de Población Activa, el año ha terminado con un descenso del empleo del 2,4 por 100 en el último trimestre de 2008 lo que se traduce en una destrucción de 640 mil empleos en relación al año anterior. La afiliación a la Seguridad Social arroja un recorte del 1,9 por 100 sobre el trimestre precedente, en cifras corregidas de estacionalidad. En términos absolutos, el número de afiliados se ha reducido desde el comienzo de este año en algo más de 800.000, la mayor parte en la construcción. En los servicios, aunque durante el tercer trimestre en su conjunto la afiliación se mantuvo en positivo, en septiembre y octubre ya se han empezado a detectar descensos. Un ligero crecimiento en el número de activos, unido a una variación negativa del empleo, ha dado lugar a un aumento galopante del desempleo, que en comparación interanual se elevó un 61 por 100 en el cuarto trimestre, disparando la tasa de paro hasta el 13,99 por 100. El paro registrado también dibuja una pronunciada pendiente ascendente, con un incremento interanual superior al 45 por 100. Es entre la población extranjera donde la escalada del desempleo es más acusada, aunque debido más al incremento de su población activa que al recorte de su empleo. El desempleo en España superará los 4 millones de desempleados y la tasa de paro puede superar el 18 por 100 de la población activa.

Las cuentas del Estado se están resintiendo de forma acelerada de la situación de crisis. Los ingresos caen a una velocidad vertiginosa, como

consecuencia, en primer lugar, de la caída de la actividad económica, y en segundo lugar, de diversas medidas adoptadas por el gobierno, como la devolución de 400 euros y la deducción por maternidad, en el caso del IRPF, o la rebaja del tipo impositivo en el caso del impuesto sobre sociedades. El deterioro es aún más pronunciado en los meses finales del año 2008, lo que situaría el déficit público en el 3% del PIB pudiendo situarse en el 7 por 100 a finales de 2009.

En la quinta conferencia de los embajadores sobre diplomacia pública y política exterior, celebrada en septiembre de 2008, el presidente José Luis Rodríguez Zapatero recalca el sólido compromiso de España ante el desafío de la reconstrucción de la paz para lo que consideraba indispensable el despliegue de nuevos medios para combatir los nuevos conflictos. El ejército español está presente en Líbano, Afganistán, Bosnia-Herzegovina, Kosovo, en el Chad y en Aguas de Somalia con algo más de 3.000 soldados y todo indica una ampliación de efectivos en misiones internacionales, ante la inestabilidad política de zonas como Afganistán. A pesar de que los Presupuestos Generales del Estado para 2009 contemplan una contracción de la dotación destinada a defensa de cerca del 3 por 100, el aumento de las tropas para misiones de paz en el exterior supondría un aumento de cerca de 560 millones de euros al año (si se empleara la totalidad de la capacidad) lo que contribuiría a aumentar, aún más, el importante desequilibrio presupuestario de las cuentas públicas para el próximo año.

La reducción del peso de la deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas ha sido uno de los grandes logros de nuestra política presupuestaria, alcanzándose el mínimo en el 2007, cuando se situó en el 36,2 por 100 del PIB. Desgraciadamente, la relajación presupuestaria del ejercicio 2008 ha elevado la participación de la deuda sobre el producto hasta el 39 por 100. Aquí no hay que olvidar que esta reversión en la tendencia del endeudamiento, en un contexto de grandes emisiones internacionales de deuda pública, puede intensificar el proceso de *crowding-out* o de restricciones financieras y encarecimiento de la financiación que sufre nuestro país, a la vez que se socavan las bases para su sostenibilidad futura, como evidencia el hecho de que la prima de riesgo de nuestra deuda soberana frente a Alemania, que era inexistente en el 2006, en enero ya alcanzaba los 110 puntos básicos, puesto que las necesidades de financiación son muy altas, públicas y privadas, lo que ha llevado incluso a una rebaja en la calificación de riesgo de la deuda del Reino de España.

El déficit de la balanza por cuenta corriente, que sufrió una aceleración en los primeros meses del año a causa del encarecimiento del petróleo y de las materias primas agrícolas, ha seguido aumentando en los meses posteriores hasta octubre (último mes para el que se dispone de datos), aunque a tasas descendentes. Por otra parte, el saldo positivo de la balanza turística ha seguido creciendo, debido sobre todo a la caída de los flujos turísticos de españoles hacia el exterior. Así, el déficit por cuenta corriente aumentó un 4,3 por 100 hasta noviembre de 2008.

El patrón de financiación del déficit por cuenta corriente ha experimentado un cambio notable desde el tercer trimestre de 2007. Antes del estallido de la crisis hipotecaria de agosto, el papel equilibrador de la Balanza de Pagos recaía básicamente sobre los flujos netos de entrada por inversiones de cartera (básicamente títulos de renta fija, sobre todo activos de titulización hipotecaria). Pero tras la crisis, dichos flujos han cambiado de signo y se han convertido en flujos netos de salida, debido a que los inversores internacionales están deshaciendo sus posiciones en activos españoles. Desde el cuarto trimestre de 2007, ha sido la partida de otras inversiones, integrada por préstamos, repos y depósitos, la que ha compensado con su excedente el déficit exterior corriente, ayudada por la partida de inversiones directas, cuyo déficit del año pasado se ha convertido en superávit. Esto se ha debido, por una parte, al descenso de las inversiones españolas en el exterior, y por otra, al aumento de las inversiones extranjeras en España, si bien concentradas en algunas operaciones corporativas. En cualquier caso, el saldo positivo de estas dos partidas no ha sido suficiente para compensar el déficit corriente, por lo que se ha producido un descenso en los activos del Banco de España frente al exterior. Es previsible que esta circunstancia se mantenga durante bastante tiempo, mientras el sistema financiero no funcione con normalidad, poniendo de manifiesto la insostenibilidad del modelo de crecimiento español, basado en una excesiva dependencia de la financiación exterior, y los límites al crecimiento que se derivan de la escasez de dicha financiación.

En cuanto se haya restaurado la confianza en mercados financieros, nos percataremos de que los grandes retos que tiene planteados España desde un tiempo a esta parte siguen sobre la mesa. Se trata de fortalecer el tejido productivo, dotar a las economías de la suficiente flexibilidad y capacidad de ajuste, aumentar la productividad de todos los factores y elevar el potencial de crecimiento. Por consiguiente, hay que profundizar en las reformas estructurales que se han frenado en los últimos años (en el mercado de trabajo, el sistema tributario, la Seguridad Social, las car-

gas administrativas, entre otras). La crisis financiera es un shock de oferta negativo y, por consiguiente la terapia tiene que aplicarse en el lado de la oferta de la economía. Es allí donde en un marco de estabilidad macroeconómica y de eficiencia microeconómica se determinan los niveles de productividad y de competitividad y el grado de intensidad en la formación de capital fijo, inversiones empresariales; y de capital humano, conocimientos. Sin embargo, las políticas anticíclicas, especialmente la fiscal, no funcionan adecuadamente para impulsar la actividad, por lo que el gasto público corriente se tendrá que contener y las inversiones públicas dedicarse tan sólo a inversiones productivas que incrementen el potencial de crecimiento y, por tanto, nuestra competitividad. España tiene un déficit de ahorro y nuestra salida de la crisis sólo se puede producir a través del sector exterior. La política económica tendrá que centrarse en permitir mejorar nuestra competitividad para impulsar el potencial de nuestras empresas, que constituyen un activo fundamental ante esta crisis profunda y diferencial en el caso español. De la Gran Depresión no se salió mediante políticas keynesianas, sino por los shocks de oferta positiva que provocó la Segunda Guerra Mundial: gran desarrollo tecnológico e incorporación de la mujer al proceso productivo, que permitió incrementar significativamente la productividad y competitividad de las economías occidentales. Estados Unidos y China se necesitan mutuamente y Rusia ha modificado fundamentalmente sus planteamientos estratégicos, así como sus capacidades militares, por lo que no es posible, afortunadamente, una nueva confrontación mundial; por lo que los shocks de oferta positiva deben proceder de reformas estructurales adecuadas que mejoren la eficiencia de los mercados y de procesos de I+D y Formación que permitan incrementar la productividad.