

CUATRO BODAS Y UN FUNERAL

David Taguas

Director del Instituto de Macroeconomía y Finanzas
Asociación de Ex-Empleados de BBVA

Madrid, 24 de octubre de 2012



Sección 1

Primera boda: el déficit público

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

El funeral: los bonos y el desempleo

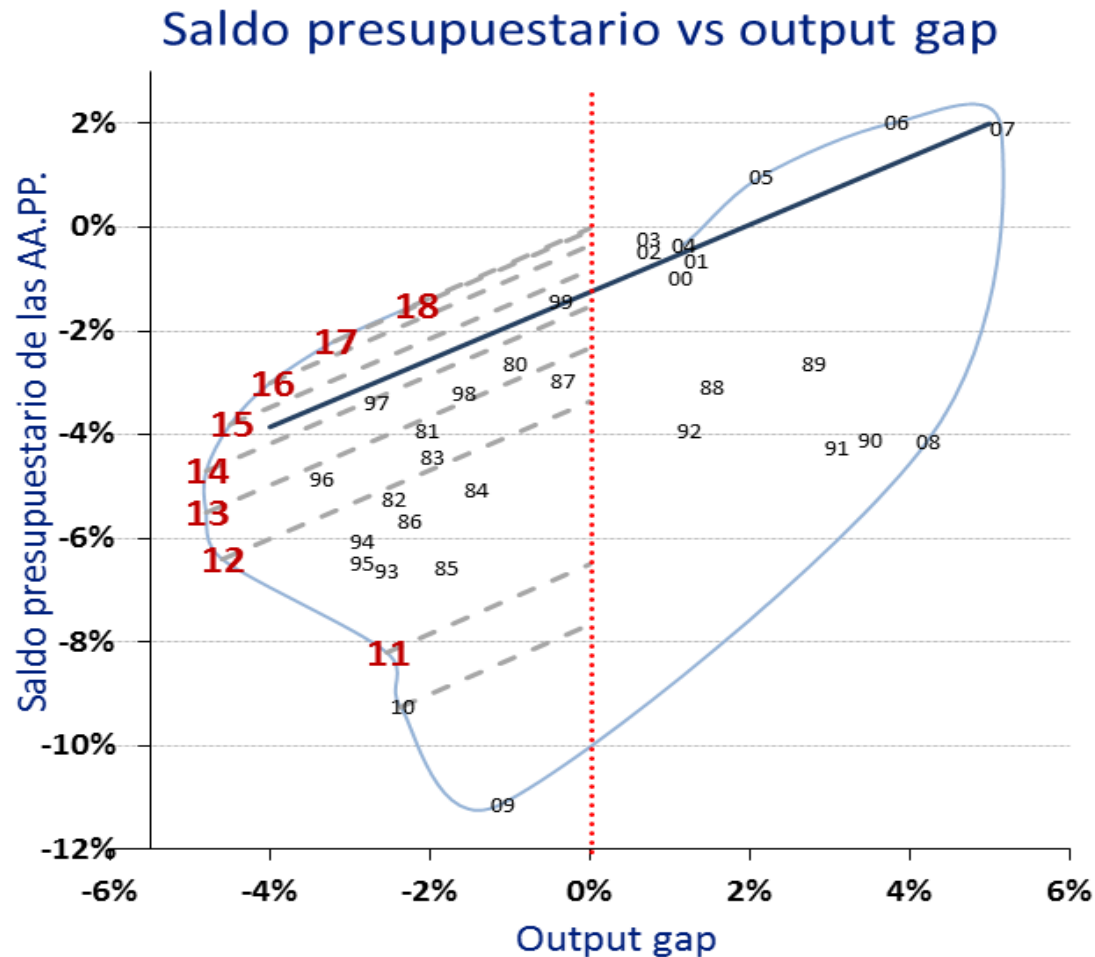
Sección 6

Conclusiones

- Durante las dos primeras fases de la crisis, entre 2007 y 2009, el déficit público aumentó en 13 puntos del PIB. El 50% se debió a la caída de ingresos, el 22,3% al incremento de prestaciones sociales y el 20,8% al aumento del consumo público. La drástica reducción de los ingresos públicos no tiene precedentes en la historia reciente ni ha ocurrido con la misma intensidad en otras economías desarrolladas.
- Desde el inicio de la crisis de deuda, sólo se ha reducido 1,9 puntos hasta el 9,2% en junio de 2012.
- La economía española está inmersa en la crisis de deuda y debe reducir el peso de su deuda en el PIB. Éste es el sentimiento de los mercados financieros que exigen una rentabilidad a la deuda española a 10 años que se llegó a situar en el verano en la cota del 7,5% y a 2 años en el 6,50%.
- La consolidación fiscal es una condición necesaria. Sólo se debería discutir su composición y compatibilidad con las políticas de reforma necesarias. La estrategia óptima para reducir el peso de la deuda en el PIB es una política económica en dos frentes. Primero, la consolidación fiscal para reducir el déficit y acotar la deuda (actuando sobre el numerador). Segundo, las políticas de reforma estructural para aumentar el crecimiento potencial de la economía (actuando sobre el denominador). Y ambos deben abordarse simultáneamente.

Política fiscal muy expansiva entre 2007 y 2009

Déficit público y output gap.



Fuente: Elaboración propia

- Una importante corriente de opinión plantea que el proceso de consolidación fiscal, aunque necesario para recuperar la confianza de los mercados, incide negativamente en la actividad y el empleo.
- Sin embargo, existen mecanismos para que un proceso de consolidación fiscal genere efectos positivos muy relevantes sobre la actividad, la inversión y el empleo, no sólo a medio plazo sino incluso en el corto: la reducción de la incertidumbre (y del ahorro por motivo precaución), los efectos sobre la prima de riesgo soberano, los efectos no-keynesianos (cambios en las expectativas respecto a impuestos futuros), el efecto demostración (sobre los salarios privados) y la devaluación selectiva (combinación de reducción de salarios y de aumentos del IVA para abaratar los costes interiores y encarecer los exteriores).
- En todo caso, no es sostenible un déficit como el actual. Las AAPP ingresaron 377.085 millones de euros en 2011 y gastaron 468.429 millones. Estas cifras son difíciles de asimilar. Implican una recaudación cada día de 1033,1 millones de euros y un gasto diario de 1283,4 millones. La consecuencia es 250,3 millones de euros diarios de déficit, es decir 41.646,4 millones de pesetas!
- La literatura económica y la evidencia empírica son concluyentes. Las consolidaciones fiscales con éxito se han basado en la reducción del gasto no productivo, mientras que las que han fracasado lo han hecho en los aumentos impositivos y en reducciones del gasto en inversión (véanse los trabajos de Alesina y Perotti (1997) o Hagen, Hughes-Hallett y Strauch (2001)).

- El PE 2012-2014 se basa excesivamente en el incremento de los impuestos y en la reducción de los gastos de capital. Durante 2012 soportan conjuntamente el 88,5% del ajuste y en 2013 explican el 38,9% , si bien es cierto que en el final del horizonte temporal, es el gasto no productivo el soporte total del ajuste.
- Pero la disminución del gasto no productivo sólo explica el 11,5% del ajuste en 2012. Esta composición del ajuste disminuye la probabilidad de conseguir los objetivos y de que el proceso de consolidación sea exitoso.
- El ahorro público disminuye, sólo ha aumentado en 3 de 18 trimestres desde 2009 (los posteriores al ajuste fiscal de mayo de 2010). En la primera parte de 2012 continúa disminuyendo.
- La reducción de la inversión pública, aunque sea transitoria, tiene efectos negativos muy relevantes sobre la actividad y el empleo. La utilización de modelos econométricos permite estimar que cada punto del PIB de reducción de la inversión pública disminuye un 0,3% el PIB en el trimestre en el que se inicia el proceso de ajuste y que tiene un efecto negativo acumulado del 0,9% en cinco años. Los efectos sobre el empleo también son muy relevantes, la reducción de la inversión disminuye el empleo el 1,8% en dos años.
- Que el ajuste se base en el gasto en capital explica la subestimación del multiplicador a la que se ha referido el FMI .

La reducción del gasto en capital determinante del PE

Proceso de consolidación fiscal 2012-2014 (% del PIB).

	2011	2012	2013	2014
1. Ingresos	35,3	36,4	36,8	36,0
2. Gastos corrientes	40,3	40,1	39,0	36,7
3. Ahorro bruto (1-2)	-5,1	-3,7	-2,2	-0,7
4. Transferencias de K	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
5. Inversión Pública y otros gastos K	3,7	2,4	2,3	2,0
6. Superávit público (1-2+4-5)	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8

Fuente: MEH, Elaboración propia .

La reducción del gasto en capital determinante del PE

Evolución de los ingresos públicos 2012-2014 (% del PIB).

	2011	2012	2013	2014
1. Ingresos	35,3	36,4	36,8	36,0
1.1 Cotizaciones sociales	13,0	12,8	12,4	11,9
1.2 Impuestos indirectos	9,8	9,9	10,8	10,8
1.3 Impuestos directos	9,5	10,5	10,3	9,8
1.4 Rentas propiedad y Otros	3,0	3,1	3,4	3,5

Fuente: MEH, Elaboración propia .

La reducción del gasto en capital determinante del PE

Evolución del gasto corriente 2012-2014 (% del PIB).

	2011	2012	2013	2014
2. Gastos corrientes	40,3	40,1	39,0	36,7
2.1 Remuneración asalariados	11,5	10,7	10,3	9,6
2.2 Consumos intermedios	5,8	5,0	4,1	3,4
2.3 Transferencias sociales	18,0	18,6	18,4	17,9
2.4 Intereses	2,4	3,2	3,8	3,7
2.5 Subvenciones y otros gastos	2,7	2,5	2,3	2,0

Fuente: MEH, Elaboración propia .

La reducción del gasto no productivo muy insuficiente

Porcentaje explicado del proceso de consolidación fiscal 2012-2014.

	2012	2013	2014
7. Variación del superávit (total a explicar)	100	100	100
7.1 Variación Ingresos Totales (% explicado)	42,3	22,2	-52,9
7.2 Variación Inversión Pública y Transferencias de K (% explicado)	46,2	16,7	17,6
7.3 Variación Gasto no productivo (% explicado)	11,5	61,1	135,3

Fuente: Elaboración propia.

Crecimiento potencial negativo hasta 2014

Crecimiento potencial, output gap y superávit público. PE 2012-2014

	2011	2012	2013	2014
Crecimiento PIB	0,7	-1,5	-0,5	1,2
Crecimiento PIB potencial	-0,3	-1,3	-1,4	0,0
<i>Output gap</i>	-4,6	-4,7	-3,8	-2,7
Superávit público	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8
Superávit cíclico	-2,0	-2,0	-1,6	-1,1
Superávit estructural	-7,0	-4,3	-2,9	-1,7
Esfuerzo fiscal	0,0	2,7	1,4	1,2

Fuente: MEH y Elaboración propia

- La revisión llevada a cabo este verano del Programa de Estabilidad 2012-2014 no ha solucionado los importantes problemas del mismo, por lo que resulta claramente insuficiente, a pesar del ajuste fiscal del 13 de Julio, para recuperar la credibilidad de los mercados y las instituciones internacionales.
- Se ha revisado la previsión de crecimiento para 2012 en la línea adecuada pero se sobreestima la actividad en 2013. Resultaría más centrada una previsión en el entorno del -1,0% en 2013, y aumentar hasta el 1,5% la previsión en 2014.
- El *output gap* estimado es difícilmente sostenible. Se considera que alcanza un máximo en 2012 y muy próximo al estimado en 2011. ¿Cómo es posible cuando la actividad en 2012 y 2013 es negativa?
- La respuesta es que el gobierno considera que el crecimiento potencial de la economía española va a ser intensamente negativo en 2012 y 2013, situándose en cero en 2014. Este supuesto es absurdo y va en contra de toda fundamentación económica. ¿Cómo se explican entonces los efectos positivos de las reformas estructurales que el gobierno impulsa? La única vía para hacerlo es el aumento del crecimiento potencial!
- El problema es el cumplimiento del objetivo de déficit público. La actividad se desacelera significativamente respecto a 2011, por lo que el impacto sobre las cuentas públicas de 2012 es notable. Es decir, el déficit cíclico debería aumentar en 2012 respecto al de 2011. Pero el gobierno lo estima en un idéntico 2,0 del PIB. Es decir, subestima el déficit cíclico en 2012 y también en 2013. Dado que el déficit cíclico es simplemente una proporción del *output gap*, introduce un crecimiento potencial muy negativo en 2012-2013 para que el *output gap* no aumente e incluso disminuya. Ello permite presentar un déficit cíclico del 2,0 del PIB en 2012, del 1,6 en 2013 y del 1,1 en 2014.

- La consecuencia es clara. Dado que el objetivo de déficit pactado con Bruselas es del 6,3% del PIB en 2012, del 4,5% en 2013 y del 2,8 en 2014, el superávit estructural necesario para alcanzar los objetivos lo sitúa en el 4,3% del PIB en 2012, en el 2,9% en 2013 y en el 1,7% en 2014.
- Sin embargo, este esfuerzo fiscal es insuficiente. Con el supuesto conservador de que el crecimiento potencial sea nulo en 2012 y del 0,5% en 2013-14, el output gap aumentaría desde el -4,6% en 2011 hasta el -6,1% en 2012, alcanzando un máximo en el -7,6% en 2013 para empezar a cerrarse en 2014 hasta el -6,6%.
- Las consecuencias son muy relevantes: se debería reducir el déficit estructural hasta el 3,7% del PIB en 2012, el 1,3% en 2013 y el equilibrio estructural en 2014. Es decir, se debería adelantar en varios años el equilibrio estructural en las cuentas públicas.
- Se subestima el esfuerzo fiscal necesario hasta 2014 en 1,7 puntos del PIB es decir en casi 19000 millones de euros.
- Por último, es necesario recuperar rápidamente la reputación de la política fiscal. La reciente reforma constitucional, para incluir la estabilidad presupuestaria, exige la inmediata creación de un Consejo de Estabilidad Presupuestaria independiente, como los que ya tienen Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Italia , Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia.

Una propuesta de Nuevo PE 2012-2014

Crecimiento potencial, output gap y superávit. Una propuesta de Nuevo PE 2012-2014

	2011	2012	2013	2014
Crecimiento PIB	0,7	-1,5	-1,0	1,5
Crecimiento PIB potencial	-0,3	0,0	0,5	0,5
<i>Output gap</i>	-4,6	-6,1	-7,6	-6,6
Superávit público	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8
Superávit cíclico	-2,0	-2,6	-3,2	-2,8
Superávit estructural necesario	-7,0	-3,7	-1,3	0,0
Esfuerzo fiscal	0,0	3,3	2,4	1,3

Fuente: Elaboración propia.

El ajuste fiscal del 13 de Julio

Medidas de ingresos y gastos en 2012-2014 (mill. euros corrientes)

Medidas adoptadas	2012	2013	2014
Medidas Fiscales	4975	15069	15425
Medidas Función Pública	5425	3723	5372
Medidas Empleo	1888	5746	5989
Medidas Seguridad Social	70	-1040	-2551
Medidas Dependencia	160	1391	1473
Medidas específicas Estado	600	3700	6000
Medidas ajuste CCAA		6867	12867
Reforma AALL		3500	5500
TOTAL	13118	38956	50075

Fuente: Elaboración propia y MEH.

El ajuste fiscal del 13 de Julio

Medidas de ajuste 2012-2014 (mill. euros corrientes)

Medidas Fiscales adoptadas	2012	2013	2014
Subida IVA	2300	10134	9670
Subida Sociedades	2585	2921	2921
Subida Impuestos Especiales	-55	890	890
Subida IRPF	145	1124	1944
TOTAL	4975	15069	15425

Medidas racionalización AAPP	2012	2013	2014
Supresión paga extra diciembre	-5210		
Congelación oferta empleo público		-1800	-3500
Otras (moscosos, vacaciones , IT)	-215	-1923	-1872
TOTAL	-5425	-3723	-5372

Fuente: Elaboración propia y MEH.

Ajuste de los PGE-2012

Medidas implantadas en PGE 2012 antes del 13-07-2012

Medidas implantadas en PGE 2012	2012	2013
Aumento IRPF	4100	1000
Reposición IP	560	
Regularización fiscal	500	-500
IBI	900	
Especiales (tabaco)	150	
Tasas jurisdiccionales	214	
Educación, sanidad, justicia y servicios sociales	-5674	
TOTAL	12098	500

Fuente: Elaboración propia y MEH.

El ajuste supone el 69,5% del esfuerzo fiscal en 2012

Esfuerzo fiscal necesario y medidas anunciadas 2012-2014

	2012	2013	2014	TOTAL	% Explicado
Esfuerzo fiscal necesario (% del PIB)	3,3	2,4	1,3	7,0	
Ajuste necesario (millones euros)	36300	26400	14300	77000	100,0
Medidas Ingresos	11399	9739	-915	20223	26,3
Medidas Gastos	-13817	-11644	-12274	-37735	49,0
Ajuste total	25216	21383	11359	57958	75,3
% Explicado del ajuste necesario	69,5	81,0	79,4	75,3	

Fuente: Elaboración propia.

Se requieren medidas por 19042 millones hasta 2014

Objetivo y expectativas de déficit público 2012-2014

	2012	2013	2014
Objetivo déficit público (% del PIB)	6,3	4,5	2,8
Expectativa déficit público (% del PIB)	7,3	6,0	4,6
Expectativa desviación objetivo (% del PIB)	1,0	1,5	1,8
Medidas de ajuste necesarias (millones de euros)	11084	16101	19042

Fuente: Elaboración propia.

- Situación extremadamente preocupante de la política fiscal y presupuestaria.
- El ajuste no se basa en la reducción del gasto no productivo, lo que disminuye su probabilidad de éxito. El ahorro público continúa disminuyendo, incluso en los dos primeros trimestres de 2012 hasta el -5,7% del PIB. No sólo no contribuye al ahorro nacional sino que resta 5,7 puntos al de familias y empresas.
- El déficit público (incluso descontadas las ayudas a las instituciones financieras en 2011 y 2012) no disminuye hasta junio de 2012 e incluso aumenta hasta el 9,2% del PIB.
- A pesar de que disminuirá en la segunda parte de 2012 (IVA y eliminación paga extra de funcionarios), no se puede descartar el incumplimiento del objetivo de déficit. La expectativa es 7,3% en 2012.
- Harían falta medidas adicionales por 19042 millones de euros hasta 2014.

Sección 1

Primera boda: el déficit

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

El funeral: los bonos y el desempleo

Sección 6

Conclusiones

- La destrucción de más de 3 millones de empleos desde que empezó la crisis ha originado una numerosa y relevante corriente de opinión preocupada por la insuficiencia de la demanda. Ello implicaría que una buena parte del desempleo existente sería keynesiano y requeriría políticas de demanda expansivas. Esta corriente de opinión ha centrado su análisis en la evolución del consumo privado y se ha mostrado contraria a su imposición.
- Sin embargo, esta interpretación no refleja la realidad. La demanda interna ha reducido su participación en el PIB desde el inicio de la crisis. Pero no por la evolución del consumo privado, que ha aumentado 1,5 puntos desde 2007.
- También el consumo público, a pesar del ajuste que sufrió en la primavera de 2010, ha incrementado su peso en el PIB en 2,4 puntos. Ello es debido a las subidas salariales durante la primera fase de la crisis, que aumentaron el consumo público en 3 puntos entre 2007 y 2009. El ajuste llevado a cabo en mayo de 2010 lo ha reducido 0,7 punto, pero aún aumenta 2,4 desde el inicio de la crisis.
- La inversión es la única responsable de la caída de la demanda interna. Se ha reducido desde el inicio de la crisis en 10,3 puntos del PIB, por lo que, a pesar de la subida del consumo privado y también del público, la demanda nacional se ha reducido en 7 puntos.

La inversión es la causa de la caída de la demanda interna

Evolución de los componentes de la demanda agregada (% del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	06-2012	Variación
1. Consumo privado	57,4	57,2	56,5	58,0	58,4	58,9	1,5
2. Consumo público	18,3	19,5	21,3	21,4	20,9	20,7	2,4
3. Inversión	31,0	29,1	24,0	22,8	21,5	20,7	-10,3
4. Demanda nacional	106,7	105,8	101,9	102,1	100,7	99,7	-7,0
(1+2+3+Variación existencias)							
5. Exportaciones de b.y s.	26,9	26,5	23,9	27	30,3	31,4	4,5
6. Importaciones de b.y s.	33,6	32,3	25,7	29,1	31,1	31,2	-2,4

Fuente: Elaboración propia y Eurostat.

La tasa de ahorro se ha reducido desde el inicio de la crisis

Tasa de ahorro, tasa de inversión y saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	06-2012	Variación
1. Economía Nacional							
Tasa de ahorro	21,0	19,5	19,2	18,4	17,8	17,6	-3,4
Tasa de inversión	31,0	29,1	24,0	22,8	21,5	20,7	-10,3
CNFN	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-2,6	7,0
SOC r.m.	-10,0	-9,6	-4,8	-4,4	-3,7	-3,0	7,0
2. AAPP							
Tasa de ahorro	6,8	0,7	-5,3	-4,6	-5,2	-5,7	-12,5
Tasa de inversión	4,0	4,0	4,5	4,0	2,9	2,4	-1,6
CNF aapp.	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,0	-9,2	-11,1
3. Sector privado							
Tasa de ahorro	14,1	18,8	24,5	23,0	23,0	23,3	9,2
Tasa de inversión	26,9	25,1	19,5	18,8	18,7	18,3	-8,6
CNF pr.	-11,5	-4,7	6,8	5,9	5,8	6,6	18,1

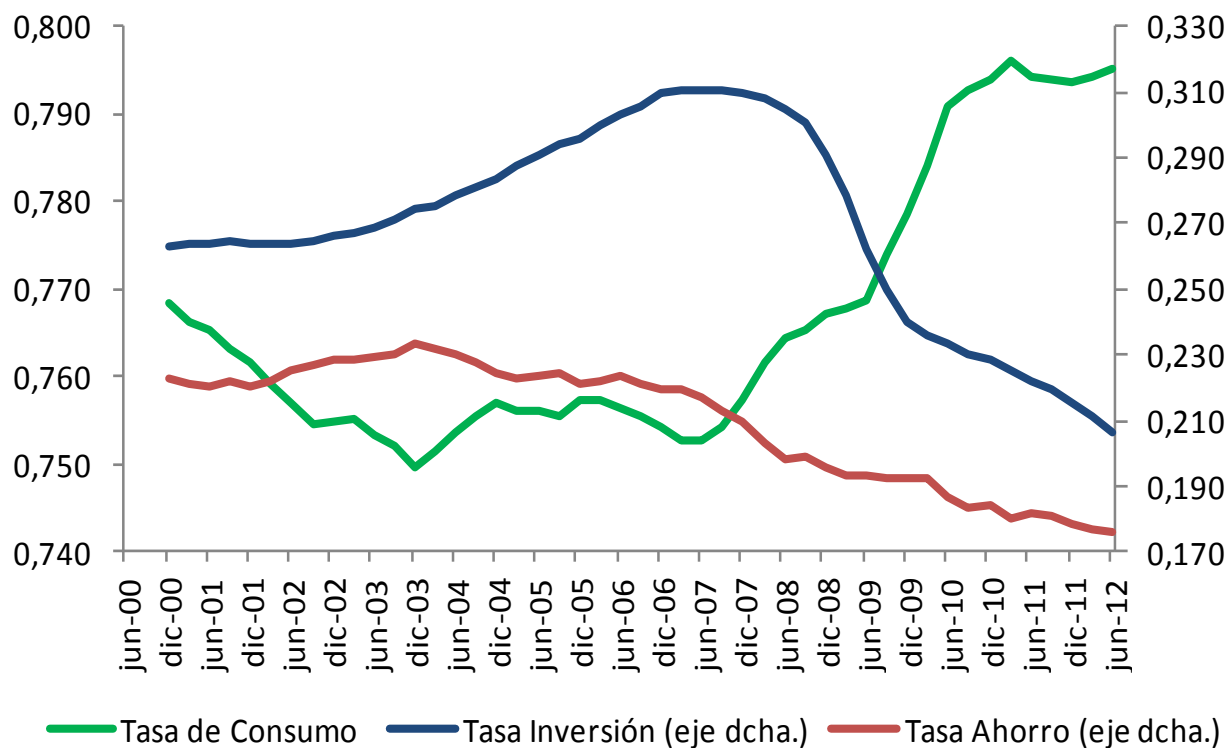
Fuente: Elaboración propia y Eurostat.

El ahorro público se ha reducido drásticamente

- Resulta difícil explicar la insuficiencia de la demanda en una economía en la que, a pesar de la severidad de la recesión, el déficit por cuenta corriente persiste.
- Ello se ha debido a que, en contra de lo que suele pensarse, la tasa de ahorro nacional se ha reducido en 3,4 puntos desde que se inició la crisis.
- Dualidad del ahorro. Cuando comenzó la crisis, ahorro público en máximos históricos del 6,8% y ahorro privado en mínimos del 14,1% del PIB. Desde entonces, el ahorro privado ha aumentado 9,2 puntos, pero ni siquiera ha podido compensar la dramática caída del ahorro público de 12,5 puntos.
- El objetivo prioritario de la política fiscal y presupuestaria debería ser aumentar rápidamente el ahorro público con un doble objetivo. En primer lugar, cerrar la necesidad de financiación con el resto del mundo. Y en segundo, intentar que el aumento del ahorro nacional permita la recuperación de la inversión y, por tanto, de la actividad y del empleo.

El ahorro cae y el déficit corriente persiste

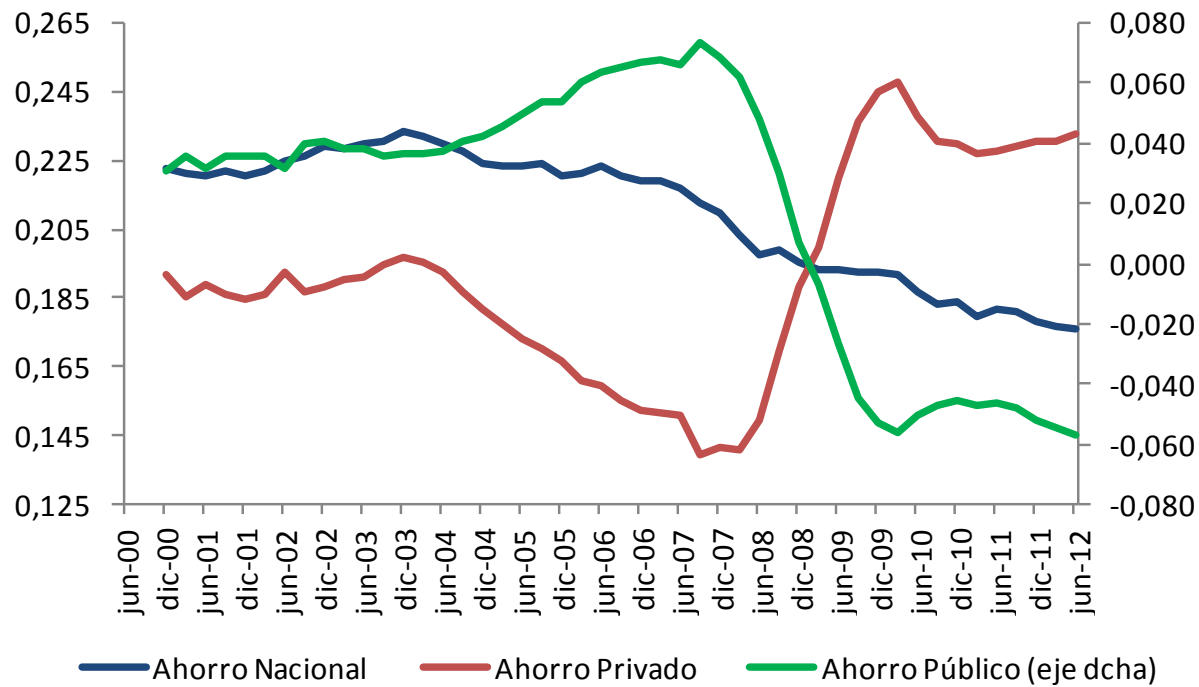
Tasas de ahorro, inversión y consumo final en la economía española.



Fuente: Elaboración propia y BdE

La dualidad del ahorro

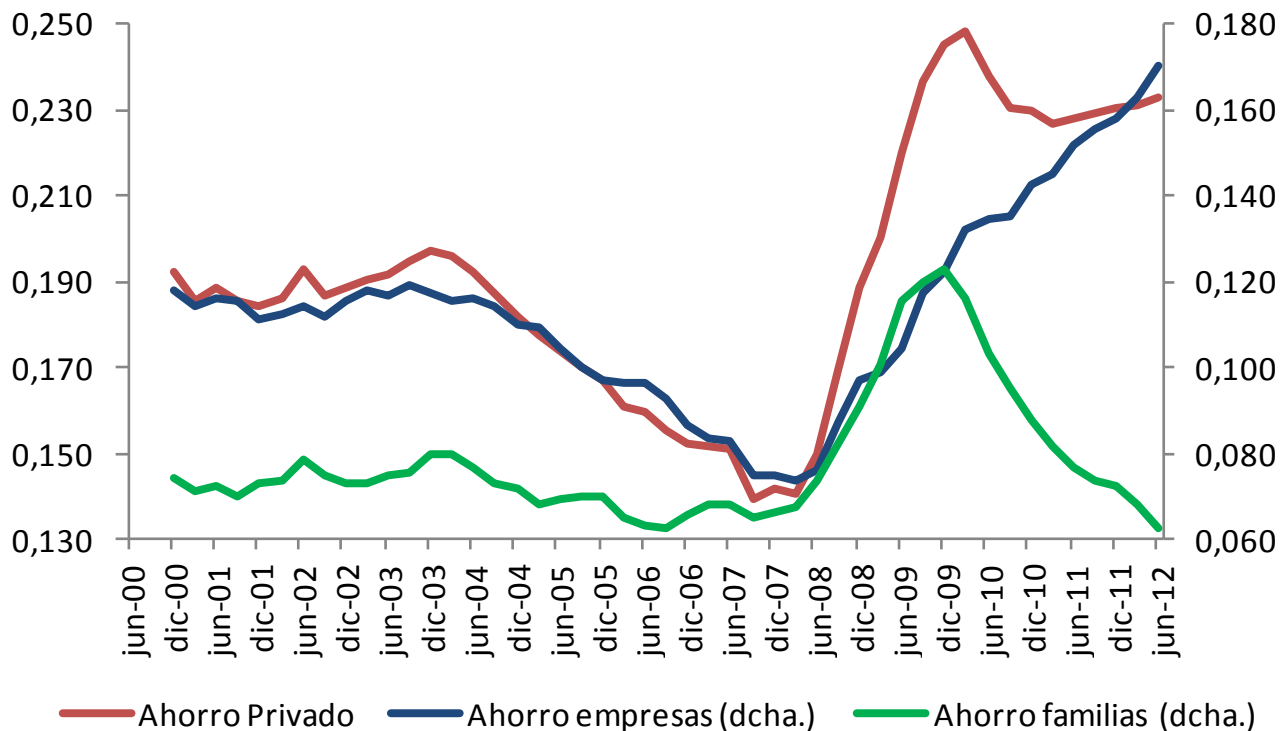
Tasas de ahorro público y privado en la economía española.



Fuente: Elaboración propia y BdE

El ahorro privado también se ha hecho dual

Tasas de ahorro privado, de familias y empresas (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia y BdE

- Feldstein y Horioka (1980) encontraron una alta correlación entre las tasas de ahorro y las tasas de inversión en un panel de economías (1964-1972), que pasó a ser un hecho estilizado de las economías industrializadas. Elevada correlación en ausencia de movimientos de capital:

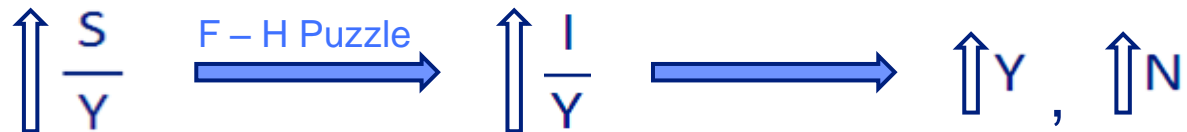
$$\frac{I}{Y} = \alpha + \beta \frac{S}{Y}$$

- En el período de expansión económica, la alta movilidad del capital fue un factor determinante. Esta correlación se redujo de forma muy significativa (Blanchard y Giavazzi, 2002). Reducida correlación en UEM.

$$\frac{I}{Y} = \alpha' + \beta' \frac{S}{Y}$$

- Treinta años después, se vuelve al F–H *puzzle*: desde el inicio de la crisis financiera, la correlación entre las tasas de ahorro y las tasas de inversión está aumentando.

- Por tanto, se trata de ahorrar y no de consumir:



- Y la tasa de ahorro se puede expresar como:

$$\begin{aligned} \frac{S}{Y} &= 1 - \frac{C+G}{Y} = 1 - \frac{C}{Y} - \frac{G}{Y} \\ &= 1 - 0,58 - 0,21 \approx 0,21 \end{aligned}$$

Tipos efectivos sobre trabajo, consumo y ahorro

Tipos efectivos promedio al inicio de la crisis en España y la UE-27.

Fiscalidad	España	UE-27
Tipo efectivo trabajo	33,1	33,8
Tipo efectivo consumo	14,1	20,5
Tipo efectivo ahorro	31,7	24,4

Fuente: Elaboración propia y Eurostat.

- El tipo efectivo medio sobre el trabajo es similar en España y la UE-27. La diferencia es que España tiene una mayor fiscalidad sobre el ahorro (7,3 puntos más que el promedio europeo), y una menor sobre el consumo (6,4 puntos menos).
- Considérese un individuo con una renta de 100 unidades procedente del trabajo. Pagará un tipo del 33,1%. Se abre un abanico de posibilidades: desde consumir toda la renta a, en el extremo, no consumir nada. Si consumiera toda su renta, podría comprar bienes y servicios por 57,5 (el 85,9% de 66,9), por los que tendría que pagar un tipo efectivo medio del 14,1% sobre el consumo. En definitiva, agotaría toda su renta bruta consumiendo 57,5 unidades y pagando 42,5 unidades en impuestos (33,1 en trabajo y 9,4 en consumo).
- Considérese ahora el caso normal en el que las familias ahorran una fracción de su renta permanente. La frontera máxima de ahorro sería de 66,9 unidades. ¿Cuál sería el valor actual neto de la suma de flujos descontados futuros de dicho ahorro? Supóngase una rentabilidad real del capital igual a la tasa de descuento del futuro del 4% anual (incluso suponiendo que la inflación es cero). El tipo medio efectivo medio sobre el capital se sitúa en España en el 31,7% (doble imposición sobre los dividendos).
- La rentabilidad real neta del ahorro después de impuestos es del 2,7% mientras que la tasa de descuento del futuro es del 4% real. El deterioro se produce a un ritmo del 1,3% anual. De esta forma, un patrimonio inicial de 66,9 unidades se reduciría en 10 años a 59,2, en 20 a 52,3, en 30 a 46,3, en 40 a 41,0 y en 50 años a 36,2 unidades de valor actual. El ahorro fuertemente penalizado!

- La decisión de ahorro se penaliza con un impuesto entre el 11,5% y el 45,8% dependiendo del horizonte temporal de la decisión.
- No resulta difícil entender la reducida propensión al ahorro en la sociedad española, dada la extrema penalización del sistema fiscal que, lejos de favorecer el ahorro, incentiva el consumo desenfrenado.
- Pero además, se ha repuesto el Impuesto sobre el Patrimonio. Ello penaliza aún más el ahorro. Un tipo del 1% en patrimonio equivale a aumentar la imposición desde el 31,7% hasta el 58%, 26,3 puntos. La diferencia entre gravar un *stock* o un flujo.
- Pero además se presiona a la baja el precio de la deuda. Un ciudadano que ahorre para comprar un bono a tres años, con una rentabilidad del 5,45% anual, pagará 1,472 por IRPF y entre 1,3 y 2,5 si tiene que pagar IP. Descotando por inflación y la tasa de descuento real del 4%, al final del tercer año el VAN resultaría entre 87,594 y 90,621. Y, ¡más asombroso aún!, si no debe pagar IP, el VA sería 93,983 con una pérdida del 6,02%.

- Y el Gobierno ha aumentado el tipo marginal del IRPF hasta en 7 puntos, después de los 6 adicionales de 2010, y la fiscalidad del ahorro hasta en 6, sobre los 6 que ya había aumentado en la anterior legislatura. Muy difícil de compatibilizar con la amnistía fiscal. Y ahora vuelta atrás con la fiscalidad de los incrementos patrimoniales!
- El debate sobre el nivel y la estructura del sistema impositivo no puede ser ajeno a los problemas a los que se enfrenta la economía española.
- El mensaje de que la progresividad de nuestro sistema fiscal es insuficiente contrasta con los datos. La mitad de los declarantes, los de menor renta, soporta el 7,3% del IRPF mientras que el 5% de los declarantes de mayores ingresos soporta el 40% de la carga del mismo. El problema se magnifica cuando se constata que un declarante que declare ingresos brutos superiores a 54 mil euros forma parte de este grupo del 5% de contribuyentes más ricos. La falacia de la progresividad está obsoleta. El IRPF tiene problemas de eficiencia y de equidad, tanto vertical como horizontal.
- El sistema fiscal penaliza el ahorro de las familias incentivando el consumo en una economía con insuficiencia del ahorro. España tiene un IVA igual al de Malta y tiene una estructura en superreducido (el 9% de la cesta), reducido (49%) y normal (42%) muy distinta de la de las principales economías europeas: en Alemania el tipo normal afecta al 82% de la compra, en Francia al 71% y en Italia al 58%. Medidas actuales sobre IVA en dirección correcta.

- España presenta un nivel de deuda total muy elevado, sólo superado por Japón y el Reino Unido.
- La deuda pública, aunque ya supera el 0,7 del PIB, es menor que la de las economías industrializadas: Japón (2,1), Italia (1,2), EEUU (1,0) ó UEM (0,88). El problema es de deuda privada (entorno a 3 veces el PIB) sólo por detrás del Reino Unido (4 veces)
- Pero, en el Reino Unido destaca la deuda de las empresas financieras mientras que en España son las empresas no financieras (1,34 veces el PIB) y las familias (0,82). El endeudamiento de las empresas no financieras es el mayor en las economías industrializadas y el de las familias sólo es superado por el Reino Unido y Estados Unidos, dónde igualan el tamaño del PIB.
- Aunque a deuda externa bruta española, 1,7 veces el PIB, es similar a la de las economías centrales europeas y significativamente menor que la del Reino Unido, más de cuatro, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la diferencia entre activos españoles en el resto del mundo y los pasivos, es extremadamente negativa, situándose en el primer trimestre de 2012 en -977,6 miles de millones de euros, el 91% del PIB. La consecuencia es hipersensibilidad a la percepción de los mercados financieros.
- La tasa de ahorro es el indicador de la factibilidad del desapalancamiento, pero la tasa de ahorro se reduce!!

Sección 1

Primera boda: el déficit

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

El funeral: los bonos y el desempleo

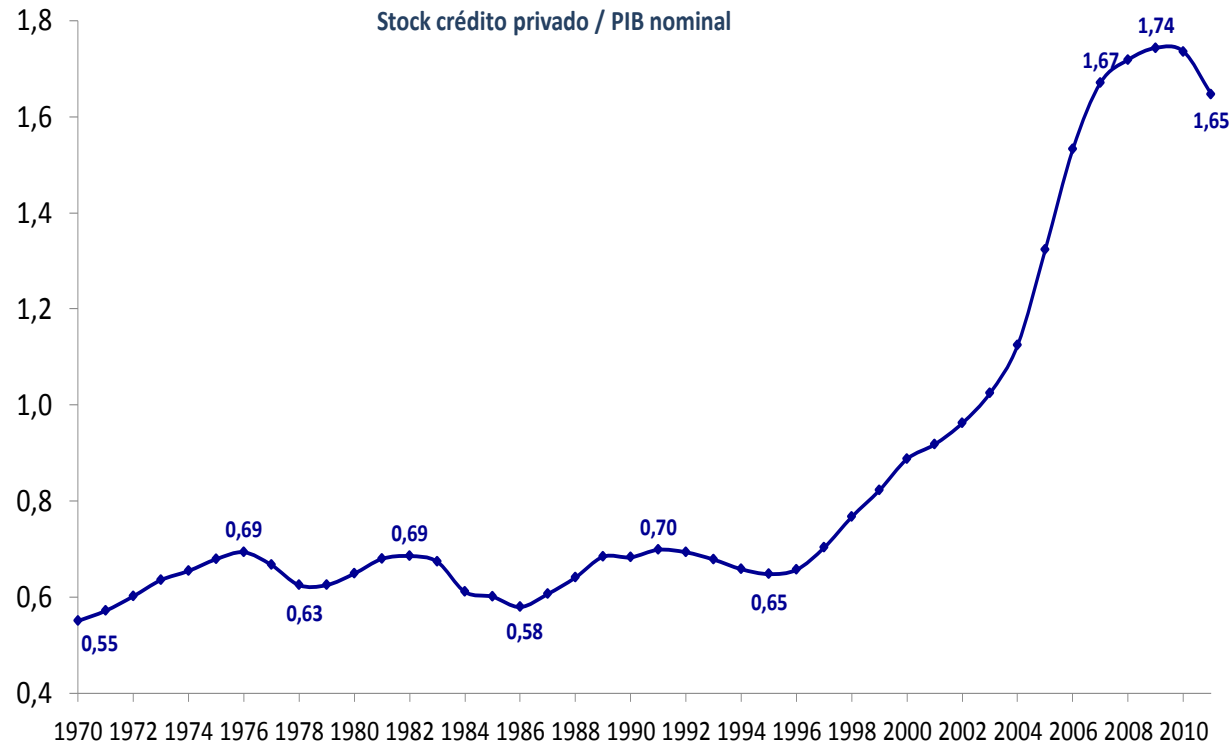
Sección 6

Conclusiones

- La expansión crediticia fue un factor determinante en la burbuja inmobiliaria. Desde mediados de los años noventa, el stock de crédito al sector privado sobre el PIB aumentó el 164% en 13 años y apenas se ha reducido desde 2010.
- Por tanto, aunque se produjera la apertura de los mercados financieros, la economía española debería desapalancarse.
- Durante la crisis de los años noventa, el crédito privado se redujo una tercera parte de lo que había aumentado en el período previo. Entonces aumentó el 21% en 5 años y se redujo el 7% en 4.
- El crédito debería crecer menos que el PIB nominal durante varios años.
- La consecuencia es que la recuperación no puede depender de la expansión del crédito que se ve condicionada por tres factores: el *gap* de liquidez, incompatible con el desapalancamiento y el problema de financiación exterior, la escasez de demanda solvente y una voluntad de asunción de riesgo muy baja en las entidades financieras.
- La conclusión es clara: la recapitalización del sistema, aunque es necesaria, no es suficiente. Sólo cabe esperar expansiones del crédito en sectores emergentes y sectores maduros escasamente apalancados.

El crédito al sector privado creció el 164% hasta 2010

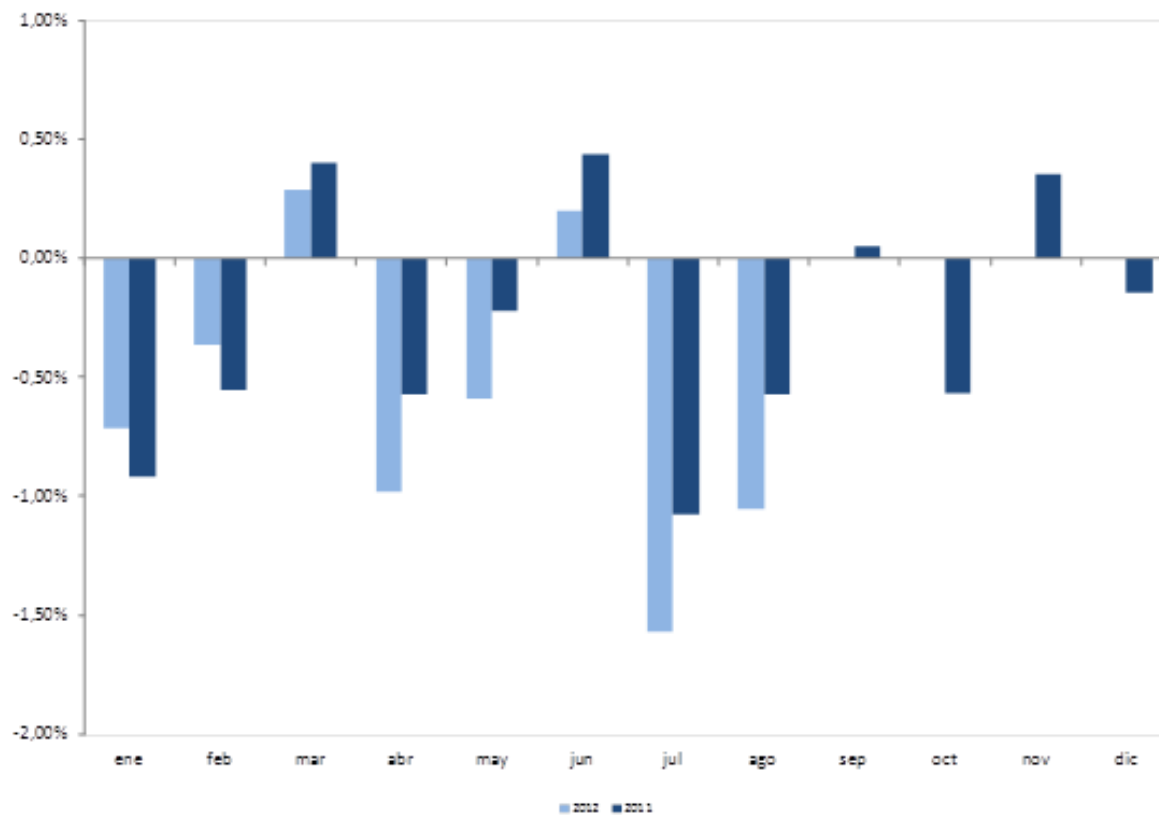
Evolución del crédito al sector privado (% del PIB nominal)



Fuente: Elaboración propia y BdE

Tasa negativa 14 de los últimos 20 meses y disminuyendo

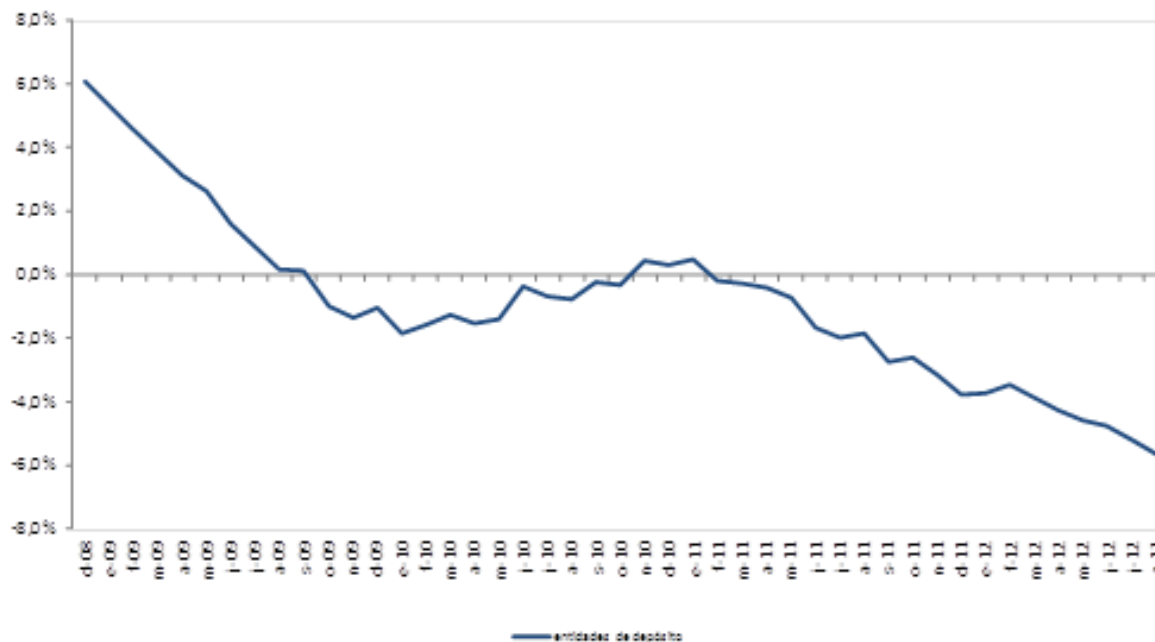
Evolución del crédito privado a residentes (tasa intermensual)



Fuente: Elaboración propia y BdE

Tasa interanual en mínimo histórico del -5,7%

Crédito entidades depósito a residentes (tasa interanual)



Fuente: Elaboración propia y BdE

- La crisis de deuda soberana se ha intensificado con, primero, la transferencia de los riesgos y pérdidas del balance privado al público y, segundo, admitiendo quitas en la deuda soberana. Lo primero hacía lo segundo inevitable. Se tenía que haber reestructurado la deuda privada para desapalancar el sistema.
- En el reciente Consejo Europeo de Junio se produjeron avances: 1) el mecanismo permanente (ESM) podrá recapitalizar directamente a los bancos, 2) el abandono de la seniority en el préstamo del ESM y 3) el ESM podrá comprar deuda soberana sin necesidad de que la economía emisora esté intervenida formalmente.
- La recapitalización directa rompe el círculo vicioso entre el soberano y el sistema financiero. Supone compartir riesgos.
- El abandono del ESM de la condición de acreedor preferente debería incidir en la estabilización de los flujos de capital privado en la UEM. El problema son los flujos de capital que se trasladan desde las economías periféricas hacia las economías del Centro. Y ello ha sido la consecuencia del riesgo creciente, durante los dos últimos años, de ruptura del euro pero también de que las intervenciones de las economías en la medida en que el capital público tenía la condición de acreedor preferente.
- Las compras de deuda soberana por el ESM, previa petición de los países, resulta mucho más problemática. Forma parte de la estrategia desarrollada por el debate entre economías durante la actual crisis de deuda.

- Las economías periféricas y las del Centro y Norte de Europa parecen inmersas en el *juego del gallina*.
- Existen dos equilibrios de Nash en este juego, las dos situaciones en las que un jugador gira y el otro no lo hace. Pero éste es un juego en el que nunca se puede ganar y en el que se asumen riesgos muy importantes para, en el mejor de los casos, no perder. Por ello, se debe abandonar el *juego del gallina* por un juego cooperativo en el que los beneficios de ambas partes son muy relevantes.
- Se debe impulsar una Nueva Política Económica Europea (NPEE), con un enfoque doble. Desde el lado de la oferta, garantizar las reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial de las economías europeas con la atención en educación, competencia y regulación. Y, especialmente, en los mercados de trabajo y sus instituciones.
- Desde el lado de la demanda, la política monetaria debería centrarse en el corto plazo en garantizar un incremento del nivel de precios que facilitara el ajuste de los salarios reales y el desapalancamiento de las economías periféricas.
- Mientras se asegura la coordinación fiscal, Europa debe desarrollar mecanismos para permitir a los estados protegerse frente a los problemas de tener que emitir deuda en una moneda no controlada por sus tesoros. La creación de eurobonos con primas en su rentabilidad de acuerdo con la situación fiscal de cada economía es una vía a explorar en el medio plazo.

- En el medio plazo, se deben subsanar las insuficiencias de diseño de la UEM, para permitir la transformación del BCE en un verdadero banco central, actuando como un prestamista de última instancia del sistema financiero y de los tesoros nacionales y se debe avanzar hacia la unión bancaria, con supervisión de las instituciones sistémicas y fondo de garantía de depósitos europeos. Ello permitirá la colectivización de los riesgos futuros y la recuperación de la confianza de los mercados en el futuro del euro.
- Las economías periféricas deben llevar a cabo procesos de consolidación fiscal plurianuales y creíbles y las reformas estructurales pendientes para impulsar la productividad y el crecimiento potencial.
- España debe presentar inmediatamente un nuevo Programa de Estabilidad Presupuestaria 2012-2015, que suponga una apuesta irreversible por el euro. Hay que recuperar la reputación de la política fiscal y presupuestaria con la urgente creación de un Consejo para la Estabilidad Presupuestaria independiente. Y resulta imprescindible un proceso de desinflación de la economía que permita, en ausencia de las devaluaciones competitivas, recuperar la competitividad perdida durante los últimos años.

Sección 1

Primera boda: el déficit

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

El funeral: los bonos y el desempleo

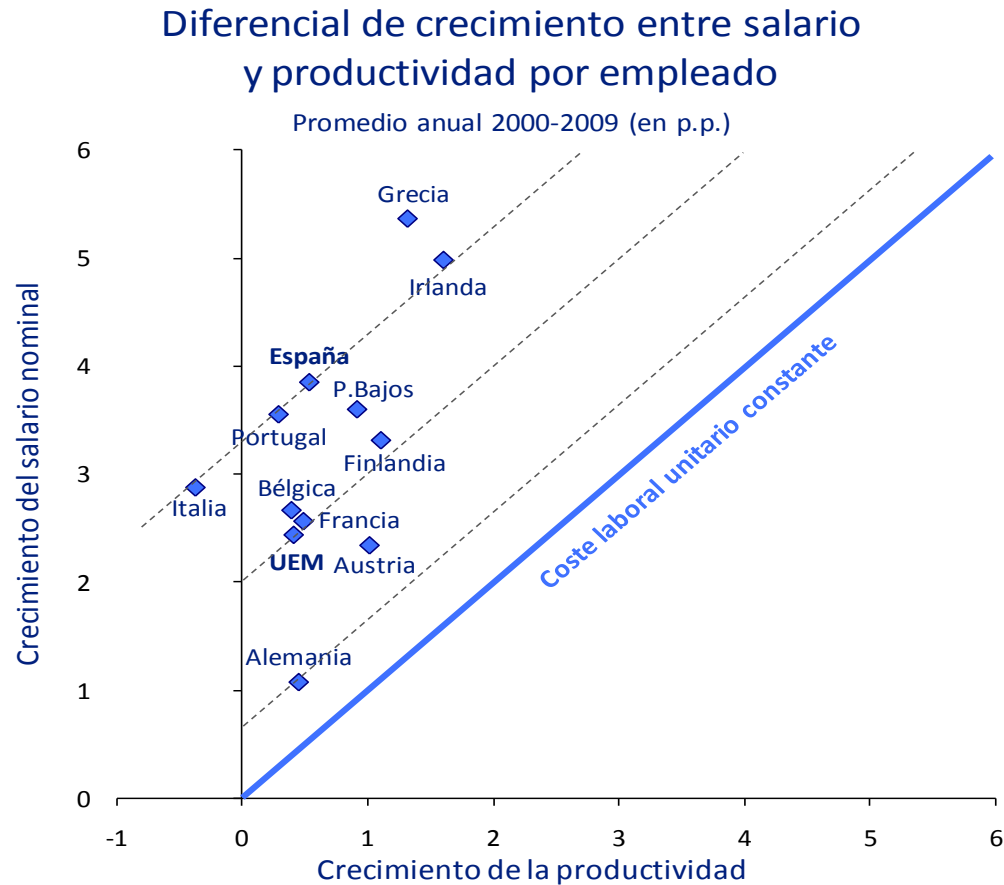
Sección 6

Conclusiones

- Durante la primera década de existencia del euro, Alemania ha sido la economía en la que menos aumentó el salario nominal promedio en relación a la productividad. El resto de economías del Centro y Norte muestran un comportamiento similar.
- Comportamiento diferenciado de economías periféricas. En España, Irlanda, Italia y Portugal el deterioro de los costes laborales unitarios fue superior a 3,5 p.p. en promedio, mientras que en Grecia alcanzó 4,0.
- En la UEM no es posible recurrir a devaluaciones competitivas para corregir estos desequilibrios. La única vía es impulsar una política de desinflación para recuperar competitividad.
- En Alemania y en las economías del Centro y Norte incluso cayó la participación de las rentas salariales en el producto.
- Por el contrario, Irlanda y Grecia son las economías en las que se ha registrado un mayor incremento de las rentas salariales en el producto, seguidas de Portugal e Italia.
- En España, a pesar de que los salarios nominales aumentaron 4 veces lo que en Alemania, la participación de las rentas salariales en el producto permaneció constante. Además, es la economía con inflación más elevada.
- Con un incremento de los CLU 3 puntos superior al de Alemania, la economía española perdió un 30% de competitividad durante la primera década de existencia de la moneda única. La tasa de desempleo triplica la alemana.

Gap entre CLU y productividad 3,5 puntos en periféricas

Evolución de los costes laborales unitarios en la UEM.



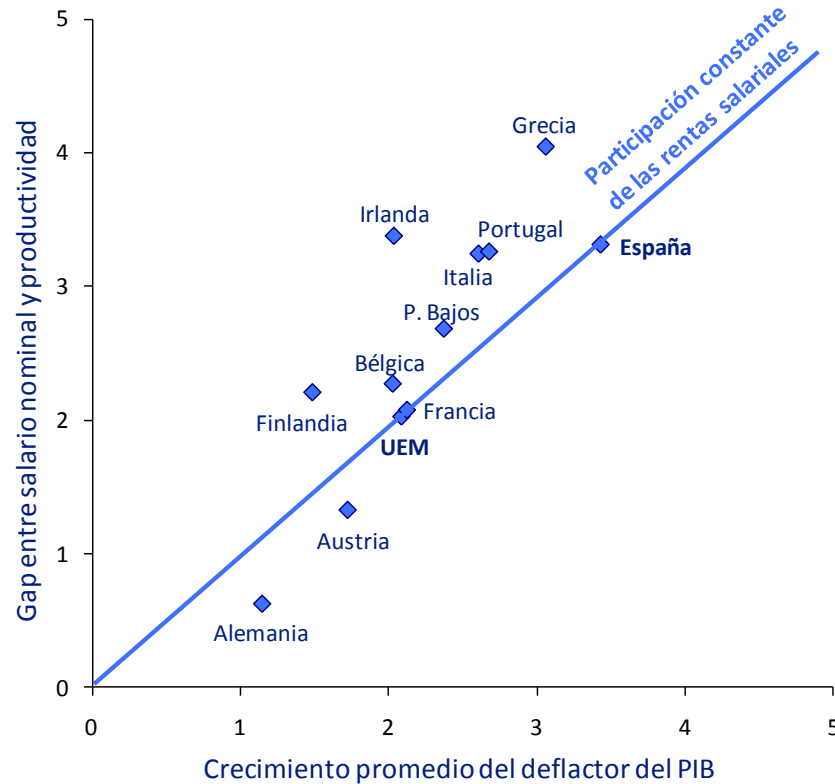
Fuente: Elaboración propia y BdE

Participación constante con más inflación

Diferencial entre Salarios nominales y productividad e inflación del PIB en la UEM.

Gap entre salario nominal y productividad, y crecimiento del deflador del PIB 2000-2009

Promedio 2000 - 2009



Fuente: Elaboración propia y f

- La tasa de desempleo estructural aumentó de forma continuada durante los años ochenta, tras las dos crisis energéticas. Se redujo 6 puntos durante la expansión económica de la última parte del siglo anterior y los primeros años del Siglo XXI. Desde el inicio de la crisis financiera, en 2007, ha vuelto a aumentar de forma muy significativa.
- Es necesario completar la reforma laboral que no ha abordado la dualidad del mercado de trabajo. La única vía es el contrato único, con indemnizaciones crecientes con la antigüedad del trabajador. Y
- Y es necesario reformar las prestaciones por desempleo: modelo austríaco
- Debe romperse la indexación entre salarios e inflación. Y, en todo caso, no se pueden considerar ni los precios de la energía ni los cambios impositivos. La revalorización de las pensiones debe hacerse con IPC a impuestos constantes y sin energía.
- La única referencia de inflación en los procesos de actualización de rentas debería ser la inflación de la UEM.

Sección 1

Primera boda: el déficit

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

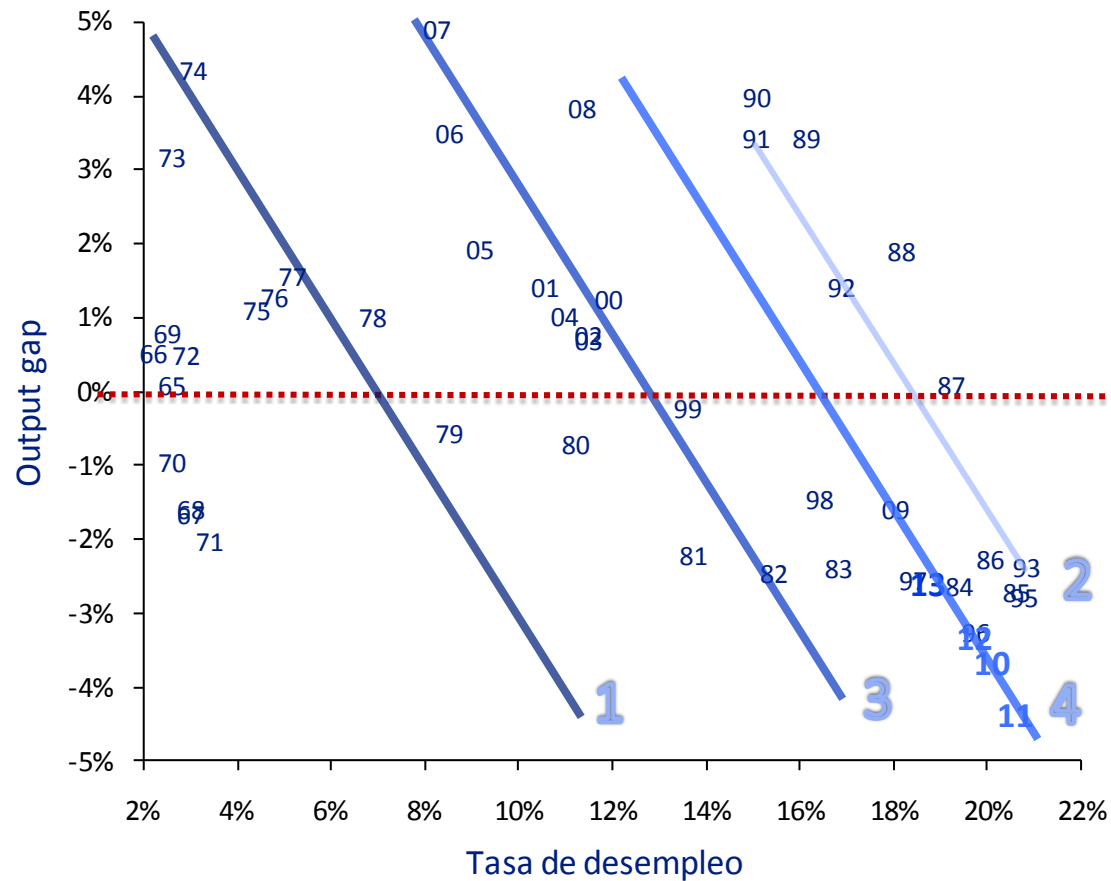
El funeral: los bonos y el desempleo

Sección 6

Conclusiones

El desempleo estructural en niveles inadmisibles

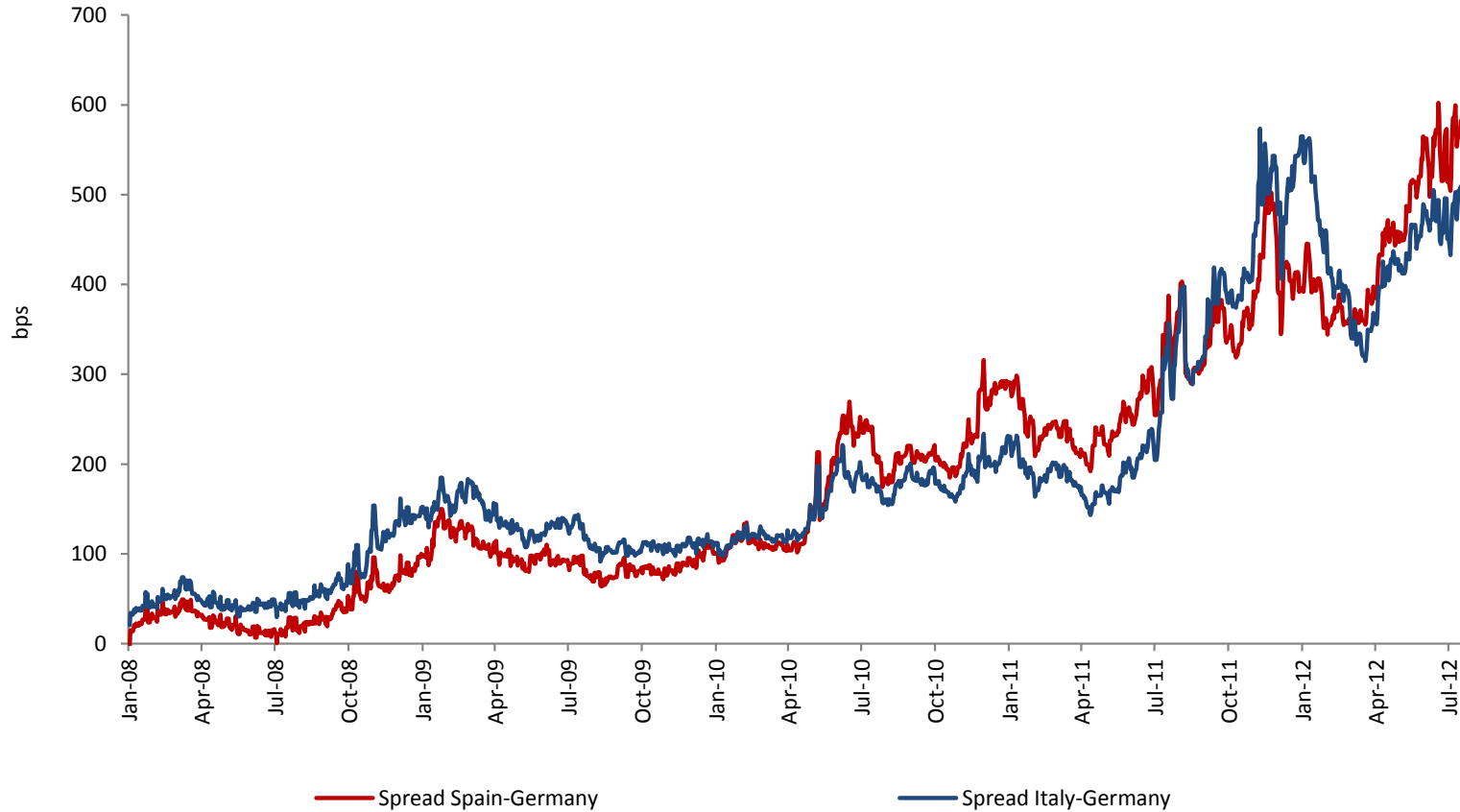
Tasa de desempleo y output gap en la economía española 1964-2011.



Fuente: Elaboración propia y BDE

El rally España-Italia con el soberano

Evolución del rendimiento de los bonos a 10 años soberanos contra el bono Alemán



Fuente: Elaboración propia

- La rentabilidad exigida a la deuda española a 10 años se situó este verano en el 7,50% y en el 6,44 a 2 años. A la economía italiana se le exigían más de 100 puntos menos a 10 años y 150 puntos menos a 2 años. La situación relativa ha revertido, el cierre del año 2011 (30 de diciembre) mostraba una prima de riesgo española que era 190 puntos menor que la italiana, es decir en lo que va de 2012, Italia ha reducido su diferencial con España en más de 260 puntos básicos.
- Pero más grave aún: Irlanda presenta una rentabilidad a 10 años 100 puntos menor que la de España.
- Los precios de la deuda soberana deberían reflejar las diferencias en los fundamentales, y no las expectativas de ruptura del euro.
- Desde que se inició la crisis financiera, la economía española ha destruido 3,2 millones de puestos de trabajo y la tasa de desempleo ha aumentado 17,3 puntos hasta alcanzar la previsible cifra del 25% en el tercer trimestre de 2012 y previsiblemente seguirá aumentando hasta niveles del 28% en el primer trimestre de 2014.
- La experiencia muestra que resulta muy difícil reducir la tasa de desempleo. La crisis de los años noventa, a pesar de estar originada por causas distintas, constituye una experiencia valiosa para afrontar la situación actual. La implicación es que aunque la economía experimentara un período de elevado crecimiento, tardaría más de una década en volver a una tasa de desempleo inferior a los dos dígitos.

- En esta difícil situación, empieza a ganar peso la corriente de opinión de que la única salida para las economías periféricas es abandonar el euro, como única vía para reducir la deuda privada, y también la pública, y para recuperar competitividad y, con ella, el crecimiento y el empleo.
- Sin embargo, los costes de abandonar el euro serían enormes. En el caso de salida del euro, la nueva moneda soportaría una fuerte presión devaluatoria. El Gobierno debería dotar de credibilidad a la nueva moneda y evitar la hiperinflación, lo que conduciría a un ajuste fiscal de gran magnitud. Las empresas, integradas en cadenas de valor global, se enfrentarían a dificultades con proveedores y clientes. Y, en definitiva, la economía pasaría a ser una economía mucho más cerrada, con productividad baja e ingresos derivados del turismo en un ambiente de control de cambios. Panorama desolador.
- La inflación se podría situar en 40% el primer año y 20% el segundo.
- Este trágico escenario extremo debe evitarse a toda costa. Es imprescindible una apuesta inequívoca por el euro.

Sección 1

Primera boda: el déficit

Sección 2

Segunda boda: el consumo

Sección 3

Tercera boda: el crédito

Sección 4

Cuarta boda: el poder adquisitivo

Sección 5

El funeral: los bonos y el desempleo

Sección 6

Conclusiones

- ✓ Resulta necesario definir un nuevo y ambicioso plan de consolidación fiscal plurianual. El esfuerzo fiscal en 2012-2014 supondría alcanzar el equilibrio estructural de las cuentas públicas.
- ✓ La crisis de deuda supone la existencia de flujos de capital que, continuada y crecientemente, fluyen desde la periferia al centro de la UEM. Resulta imprescindible desincentivar estas salidas de capital. Pero la política fiscal va en la dirección contraria.
- ✓ Es necesario recuperar rápidamente la reputación de la política fiscal. La reciente reforma constitucional exige la inmediata creación de un Consejo de Estabilidad Presupuestaria independiente.
- ✓ El esfuerzo que se exige es muy importante pero la apuesta por el euro debe ser nítida e irreversible. El plan de ajuste debe basarse en la reducción del gasto no productivo y hacer frente al grave problema del gasto de las CCAA.

- ✓ Por lo que respecta a las pensiones, debería acortarse el extenso período para alcanzar la jubilación a los 67 años. Y también el cómputo de toda la vida laboral para el cálculo de la pensión inicial. Debe romperse la actualización de las pensiones con la inflación de consumo.
- ✓ Debe cambiarse el sistema de prestaciones por desempleo. La cuestión clave es el diseño adecuado de los incentivos. Hay que romper el sistema actual. El modelo austriaco es una opción adecuada.
- ✓ Hay que eliminar la dualidad. Aunque se ha avanzado mucho en la falta de sensibilidad de los salarios a la situación económica, no se ha hecho nada con la dualidad. El contrato único con costes de despido crecientes y combinado con el modelo austriaco es una vía de solución.

- ✓ La fiscalidad requiere un debate global. Pero debe avanzarse en la dirección adecuada: aumentar la fiscalidad sobre el consumo y rebajar la fiscalidad sobre el trabajo y el ahorro. La ampliación de la base imponible del IVA, el incremento en tres puntos del tipo normal y en dos el reducido eran medidas necesarias. La desgravación fiscal por vivienda debe suprimirse completamente. La reducción de las cotizaciones sociales necesaria pero insuficiente. El incremento de la fiscalidad sobre hidrocarburos va en la dirección adecuada para homogeneizar la fiscalidad con Europa. Las subidas del IRPF y de la imposición sobre el ahorro han constituido graves errores que se deben deshacer cuanto antes.
- ✓ Principio de pago (al menos parcial) por la utilización de servicios públicos y, en particular, por las infraestructuras. Aumenta la eficiencia y equidad del gasto y es compatible con la normativa europea.

Muchas gracias por su atención

