

Area de Economía y Desarrollo Productivo

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

2010
JUNIO
34

Una respuesta progresista
frente a la actual crisis
económica y financiera

LORENZO DÁVILA
ALEJANDRO INURRIETA
JUAN LABORDA



Fundación 1º de Mayo | Centro Sindical de Estudios
C/ Arenal, 11. 28013 Madrid. Tel.: 913640601. Fax: 913640838
www.1mayo.ccoo.es | 1mayo@1mayo.ccoo.es

Estudios de la Fundación. ISSN: 1989-4732

Una respuesta progresista frente a la actual crisis económica y financiera

LORENZO DÁVILA | ALEJANDRO INURRIETA | JUAN LABORDA

RESUMEN EJECUTIVO

- La actual crisis económica y financiera global es sistémica.
- En España junto a la crisis sistémica de naturaleza global se une una crisis del modelo de crecimiento de los últimos 40 años.
- La respuesta a la crisis requiere medidas de muy corto plazo, donde, por un lado, se debe estabilizar y reducir los endeudamientos privados y públicos, mediante una reestructuración de la deuda y un ajuste fiscal centrado en el lado de los ingresos; y, por otro lado, se debe reordenar el sistema financiero global.
- Pensando más en el largo plazo, España debe buscar un modelo que le sirva de guía, alternativo al anglosajón, que se encuentra en una profunda crisis.

1. NATURALEZA SISTÉMICA DE LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA GLOBAL

A continuación detallaremos cuales son los fundamentos de nuestra visión diferente de la actual crisis económica global. Las ideas básicas son las siguientes:

1.1. La actual crisis económica es sistémica. El origen de la actual crisis económica y financiera es el sobreendeudamiento de los Sectores Privados de las principales economías desarrolladas. Cuando el colateral que apoyaba esos niveles de deuda colapsa, se produce un **desapalancamiento** que implica:

- Demanda insuficiente
- Excesos de producción
- Necesidad de reducir deuda e incrementar ahorro
- Destrucción de capital
- Incremento del desempleo

1.2. Reversión a la media histórica de variables económico-financieras. La economía no ha experimentado ningún “Black-Swan”: ahora simplemente revierten a su media histórica numerosas variables económicas, monetarias y financieras (tasa de ahorro, Riqueza/PIB).

1.3. No se ha atacado el origen de la crisis: el brutal sobreendeudamiento promovido por una riqueza ficticia. El rescate del sistema financiero solo ha servido para “proteger” a los causantes de la actual crisis.

En ninguna de las medidas propuestas se ha buscado mecanismos de reducción de la deuda de los hipotecados, estableciendo mecanismos de recuperación de dicha quita cuando se recupere el valor de los activos. Las familias tienen mucha deuda, mientras el precio de sus activos se está desplomando. El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

1.4. Los recursos para cualquier cambio de modelo son escasos:

- Familias reduciendo deudas
- Empresas, especialmente financieras, con escasez de demanda efectiva, y en países como España endeudadas.
- El Estado demasiado tiene con mantener paz social.
- Lucha por captar ahorro exterior (actividad lobbies anglosajones crisis griega).

¿Qué se ha hecho a nivel de política económica? ¿Es sostenible la actual política monetaria, fiscal, y cambiaria? Analicémoslo brevemente

SECTOR PÚBLICO AL RESCATE DEL SECTOR PRIVADO

Para hacer frente a esta situación el sector público de los países desarrollados implementa una política expansiva contracíclica. Pero aquí aparece la primera contradicción: el origen de la crisis, el sobreendeudamiento, no sólo no se ha corregido en la implementación de los rescates bancarios, sino que se agranda con el incremento del endeudamiento del sector público. Resumiendo, aumenta aún más el endeudamiento de las economías occidentales, origen de la actual crisis sistémica (Estados Unidos Deuda/PIB > 380%, España Deuda/PIB > 350%).

De este análisis surge el actual problema de Occidente: *¡Preocupación Deuda!* Este proceso afecta a las principales economías desarrolladas. Nos encontramos ante una crisis económica sistémica donde la política fiscal, que hemos descrito, y monetaria, que luego analizaremos, lo único que han hecho es retrasar el fuerte ajuste económico que tendrá lugar a partir de la segunda mitad de 2010.

¿Por qué los ataques especulativos se han centrado en Grecia? Si bien Grecia no era la que presentaba el problema más acuciante (ver informes de FMI de finales de 2009), era el eslabón más débil. La Unión Europea no es una unión política, y cuando empiezan los ataques especulativos en vez de cerrar filas, aparecen los primeros reproches por parte de los alemanes. Comparemos esta situación con la quiebra de California que no

ha afectado para nada ni al dólar ni a la confianza en la economía estadounidense, y donde no ha habido ataques especulativos. Es el escenario ideal para que en un contexto de mercados estrechos se produzcan ataques especulativos intensos, y de paso se debilita al Euro, en un contexto donde la lucha por captar ahorro va a ser brutal. Dos son los rasgos que diferencian la zona Euro de Estados Unidos: en primer lugar, el presupuesto federal para ayudar países en la Zona Euro apenas es el 1% del PIB, mientras que en Estados Unidos alcanza el 25%; y en segundo lugar en la Unión Europea sigue habiendo barreras a la libre circulación de personas, especialmente de carácter idiomático.

Mecanismo de Asistencia Financiera en la Zona Euro: Insuficiente.

Una vez que acaban las elecciones alemanas, se aprueba un mecanismo de asistencia financiera para evitar la quiebra de los países de la zona euro, dotado con 750.000 millones de euros, que ha conjurado la amenaza que pesaba sobre el euro y el descalabro general de la deuda europea. Además el Banco Central Europeo (BCE) ha comenzado a comprar deuda y todo apunta a operaciones concertadas entre los bancos centrales de Estados Unidos, Japón, Suiza, Reino Unido y Canadá para inyectar dólares en el mercado interbancario y acabar con las tensiones de liquidez.

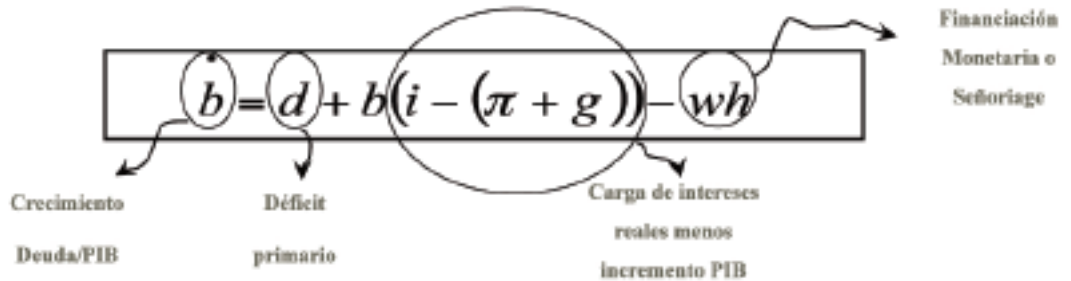
A partir de aquí ¿qué puede pasar? Nuestra previsión es que, en un contexto de falta de reformas encaminadas a un mejor gobierno en los mercados financieros, y políticas de ajuste fiscal muy deflacionistas, como más adelante detallaremos, los ataques especulativos se extenderán. El hundimiento económico al que nos va a llevar las medidas de oferta implementadas hacen insostenible el volumen de deuda privada y pública existente, al margen del nivel del coste de la deuda. Como consecuencia nuevos ataques especulativos al EUR y a la deuda soberana son posibles y en este caso entramos en la tormenta perfecta: hundimiento del crecimiento económico y aumento de la carga financiera.

Sin embargo, este análisis no solo afecta a Europa sino también a países muy endeudados como Reino Unido y Estados Unidos. Como señalaba el historiador Nial Ferguson en un reciente artículo en el FT: "... la crisis fiscal del oeste se ha iniciado en Grecia, la cuna de la civilización occidental. Pronto podría cruzar el canal a Gran Bretaña. Pero la pregunta clave es cuando la crisis podría llegar al último bastión del poder occidental, al otro lado del Atlántico". En manos de los políticos está evitar esta extensión mediante un cambio radical sobre la legislación de los mercados financieros.

EFFECTOS PERVERSOS DE LA NUEVA POLÍTICA MONETARIA

La segunda pata de la ficticia recuperación económica, y de los mercados financieros desde marzo de 2009, ha sido la política monetaria de la FED, que parece va a ser emulada por el BCE, que bajo la implementación de una expansión de balances, incrementando el activo del Banco Central vía la compra de activos tóxicos, continuas líneas de apoyo de liquidez a los mercados, lo único que se ha generado son incrementos de precios de los activos no respaldados por la economía real, es decir, de nuevo una burbuja o inflación de activos. Bajo la idea, defendida por Frederic Mishkin y soportada académicamente por Ben Bernanke, de que la generación de burbuja de activos puede reactivar la economía, la expansión cuantitativa generó un nuevo carry trade: el del dólar que alimentó la inflación de activos desde marzo de 2009. Sin embargo, este planteamiento económico se olvida de que la riqueza en relación al PIB es constante, de manera que si la riqueza crece muy por encima de las rentas se producirá una reversión a la media mediante un descenso del precio de los activos. ¿Cómo? Caben dos posibilidades: mediante la retirada parcial de la liquidez que ha generado este nuevo

carry trade, o mediante el colapso del colateral que respaldaba la última burbuja, la de la deuda soberana. ¿Cómo podemos medir si ese colateral? Mientras que en la burbuja inmobiliaria el colateral era el precio de las casas, de manera que cuando colapsa, los balances de familias y empresas están quebrados, y se inicia el desapalancamiento, en los procesos de endeudamiento públicos como aproximación del colateral podemos utilizar la ecuación de sostenibilidad de la deuda.

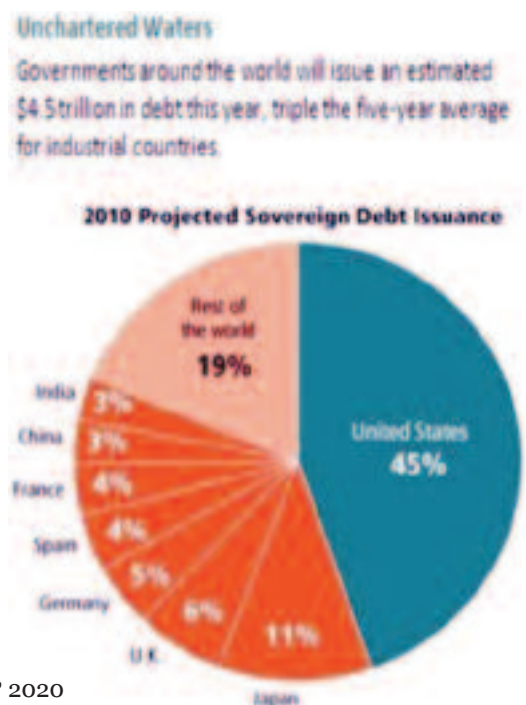


SI $d > b(i - (\pi + g)) \Rightarrow \dot{b} > 0 \rightarrow$ Situación insostenible

$d \leq b(i - (\pi + g)) \Rightarrow \dot{b} \leq 0 \rightarrow$ Situación sostenible

La ecuación anterior nos da, sin incluir señoriage, la cuantía que debería incrementarse el superávit primario como % del PIB para estabilizar el ratio Deuda/PIB, y hacer frente a la carga de intereses reales menos el crecimiento del PIB real. Desde nuestro punto de vista la clave está en el crecimiento real de la economía, entendido como el colateral del endeudamiento, ya no sólo público, sino que también, y especialmente, privado. Si nuestro escenario de crisis sistémica se cumple implícitamente habría problemas de sostenibilidad de la deuda pública y privada. Véase gráfico 5.

Gráfico 1. Proyecciones de emisiones de deuda soberana 2010



CHINA NO REVALUARÁ EL YUAN

Se “exige” a economías emergentes como China que aprecie el tipo de cambio, y aumente demanda interna (2ª contradicción): China no apreciará el yuan como pide Estados Unidos; y si los países emergentes crecen vía demanda interna, ¿quién financiará a Occidente?

Vamos a centrarnos brevemente en por qué China no revalorará el yuan. Las relaciones entre Estados Unidos y China se han tensionado las últimas semanas, con la retórica habitual de intercambio de reproches sobre el comercio, la dependencia excesiva de la financiación de la deuda pública y privada de Estados Unidos del dinero chino, el tratamiento de las empresas extranjeras en China, las cuestiones estratégicas, tales como apoyo de Estados Unidos a Taiwán y al Dalai Lama del Tíbet, las respuestas a las ambiciones nucleares de Irán, y, sobre todo, el problema alrededor del tipo de cambio. Dada la importancia de la relación bilateral China-Estados Unidos para el comercio mundial, el crecimiento y la seguridad, lo normal es pensar que los dos países evitarán una confrontación total, ya que, en caso contrario, se podría limitar el crecimiento mundial. En el fondo, lo que subyace es la búsqueda de un nuevo equilibrio de poder, especialmente tras la actual crisis económica y financiera, donde los países emergentes, mucho más saneados, van a jugar un papel más relevante, y, dentro de ellos especialmente China. Vamos a centrarnos en los aspectos meramente económicos, y concretamente en el papel del tipo de cambio, por un lado, del yuan, y, por otro, del dólar.

China, vía “manipulación” de su divisa, ha registrado una acumulación brutal de reservas, contribuyendo a- desequilibrios globales en las balanzas por cuenta corriente, a un crecimiento en exceso de la liquidez global, al no esterilizar gran parte de esta acumulación, y por lo tanto a la generación de burbujas de activos. Bajo este razonamiento desde occidente se pide a China que “acelere” la revaluación del Yuan. Sin embargo, desde el lado chino se considera que no están tan claros los efectos de una fuerte revaluación del yuan. Jian Zhang y Hung-Gay Fung en un artículo publicado en 2006 bajo el título “*Winners and Losers: Assessing the Impact of Chinese Yuan Appreciation*” obtenían los siguientes resultados:

- Una revaluación del Yuan produciría un descenso generalizado en la riqueza mundial, incluidos Estados Unidos y Japón, pero China sería el gran perdedor (vía fuertes caídas en inversión y déficits fiscales). La única área que experimentaría una ligera ganancia sería la Unión Europea.
- Una revaluación del yuan no ayudará a mejorar el déficit comercial de Estados Unidos u otras áreas. Son consecuencia de tasas de ahorro negativas.
- Se produciría un impacto negativo en tipos de interés similar a la trampa de la liquidez que experimentó Japón en los 90: primero, presiones de inflación, y descensos en los tipos de interés nominales y reales, después inefectividad de la política monetaria. ¡Su auténtico miedo!

Bajo estos resultados recomendaban al gobierno chino no ceder a las fuertes presiones occidentales de revalorar de manera importante el yuan, y sólo implementar pequeños ajustes.

2. ESPAÑA: CRISIS DEL MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LOS ÚLTIMOS 40 AÑOS

INTRODUCCIÓN

En España además de la Crisis Sistémica se produce una Crisis del Modelo de Crecimiento últimos 40 años (Construcción, Turismo, Automoción).

Desde el año 1997 se observaba un creciente peso de la construcción en España, que:

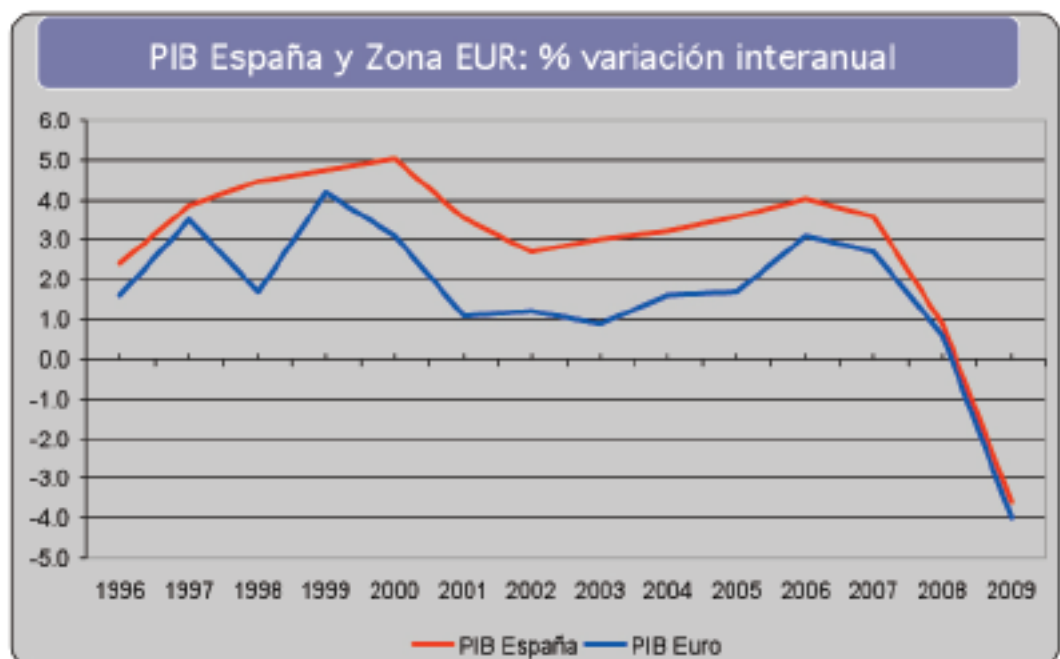
- Facilitaba un crecimiento económico y generación de empleo muy por encima de la Unión Europea.
- Estaba financiado por una brutal acumulación de deuda, y producía un intenso efecto riqueza.
- Bajaba la productividad de la economía española.
- Generaba un fuerte déficit por cuenta corriente.

El principal riesgo para la economía española se derivaba de un “pinchazo” del sector inmobiliario, en un contexto donde:

- las rentas primarias de las familias (altamente endeudadas) caían en términos reales, y, como consecuencia, la participación del factor trabajo en la renta nacional había disminuido.
- el sector privado empresarial, en un contexto de inputs productivos muy baratos, no había buscado fuentes alternativas de generación de rentabilidad, vía I+D, y además está muy endeudado.

Ahora, ya es tarde para el cambio de modelo productivo: irecursos escasos!

Gráfico 2. Crecimiento medio España por encima del 3,0% por encima de la zona Euro



Cuadro 1. Echando un vistazo al PIB de España desde el lado de la demanda

Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000. Primer trimestre 2010

Producto interior bruto a precios de mercado y sus componentes											
Datos brutos											
Volumen encadenado referencia 2000											
Tabla 3a. Índices año 2000 = 100											
	2008	2009	2008				2009				2010
			Y I	Y II	Y III	Y IV	Y I	Y II	Y III	Y IV	
Gasto en consumo final	131.8	126.4	121.5	121.4	120.4	111.4	106.9	106.2	108.5	102.1	107.5
- Gasto en consumo final de los hogares	127.0	120.7	115.8	120.7	120.3	108.8	103.7	108.8	121.9	118.4	120.4
- Gasto en consumo final de las ISFLSH	136.8	136.8	112.8	147.8	187.9	178.8	113.4	113.9	112.5	175.8	115.8
- Gasto en consumo final de las ANFP	148.3	134.2	132.7	142.8	147.7	138.8	141.1	149.9	111.8	172.8	146.8
Formación bruta de capital fijo	128.3	117.1	128.8	137.1	128.4	111.8	114.8	128.3	128.2	111.3	128.8
- Bienes de equipo	126.1	106.7	146.7	188.3	118.7	111.8	111.0	111.3	98.1	106.3	128.8
- Construcción	140.4	124.7	128.8	133.3	148.1	121.2	128.4	121.6	124.6	122.3	128.3
- Otros productos	141.1	116.8	128.8	171.5	118.8	141.2	111.7	128.9	95.5	118.8	85.3
Variación de existencias y adquisiciones netas corrientes de objetos valiosos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DEMANDA NACIONAL	128.8	128.4	128.2	127.8	128.8	111.8	106.4	106.4	118.9	102.1	107.5
Exportaciones de bienes y servicios	127.8	117.4	128.8	128.4	143.8	121.2	106.8	128.8	127.2	118.7	128.8
- Exportaciones de bienes	135.6	119.8	140.5	144.3	126.5	111.2	111.4	121.0	121.7	125.5	128.5
- Exportaciones de servicios	128.3	112.1	128.8	128.7	127.4	111.2	91.7	121.8	127.9	98.8	81.1
Importaciones de bienes y servicios	158.8	126.3	140.1	144.1	158.3	128.1	133.7	121.6	121.6	128.3	128.7
- Importaciones de bienes	152.2	125.5	159.5	165.4	152.8	121.3	128.6	121.3	129.1	125.1	128.6
- Importaciones de servicios	140.8	128.8	142.7	158.1	165.9	106.8	144.7	121.1	142.8	128.8	128.5
PRODUCTO INTERIOR BRUTO a precios de mercado	127.8	122.8	128.7	130.7	123.1	128.8	128.4	128.4	118.8	128.8	128.8

Cuadro 2.- Echando un vistazo al PIB de España desde el lado de la oferta.

Agricultura, ganadería y pesca	91.8	94.6	71.2	208.7	76.1	189.2	76.1	181.8	76.1	100.4	79.1
Minería	110.7	100.0	121.6	118.1	117.8	117.4	111.5	102.2	110.3	107.8	112.0
Industria	126.8	94.2	111.4	209.8	211.7	185.9	81.8	81.8	87.3	97.1	94.2
Construcción	140.7	121.8	121.2	243.3	248.8	147.2	121.2	121.6	121.3	129.2	118.8
Servicios	128.3	120.0	128.0	123.6	128.9	128.0	123.1	126.5	128.1	127.2	127.2
- Servicios de mercado	128.8	120.2	128.6	125.7	121.2	121.6	128.6	128.8	128.8	127.2	128.2
- Servicios de no mercado	128.3	120.8	128.6	144.7	144.6	121.7	121.8	149.3	128.2	128.8	127.7
Impuestos netos sobre los productos	121.8	129.2	121.4	128.0	128.8	127.8	128.1	127.1	127.6	128.8	148.8
- IVA que grava los productos	128.8	127.7	124.4	121.8	121.1	128.8	148.7	128.8	128.8	121.4	147.2
- Impuestos netos sobre productos importados	128.2	124.0	144.5	143.8	128.8	128.6	128.9	128.1	111.8	129.2	121.3
- Otros impuestos netos sobre los productos	145.2	146.1	124.9	143.9	128.1	147.7	124.8	146.7	121.7	125.1	128.6
PRODUCTO INTERIOR BRUTO a precios de mercado	127.8	122.8	128.7	130.7	123.1	128.8	128.8	128.4	118.8	128.8	128.8

ENTENDIENDO EL ACTUAL CICLO ECONÓMICO DE ESPAÑA

El último ciclo económico vigoroso, que comenzó en 1993, significó un proceso de convergencia en renta per cápita respecto al área EURO. En 1988 la renta relative per capital de España respecto a EU-27 era 88%, siendo 106% en 2007. Sin embargo, se basaba en un mecanismo de retroalimentación efecto riqueza-endeudamiento insostenible. Cuando el boom de la construcción llega a su fin, se produce un proceso de desapalancamiento: fuerte incremento de la tasa de ahorro, menor inversión en capital, desempleo mucho más alto, descenso en las importaciones, y mejora del déficit por cuenta corriente. En definitiva: ¡Recesión! Veámoslo gráficamente

Gráfico 3. Crecimiento Basado en un Intenso Efecto Riqueza.

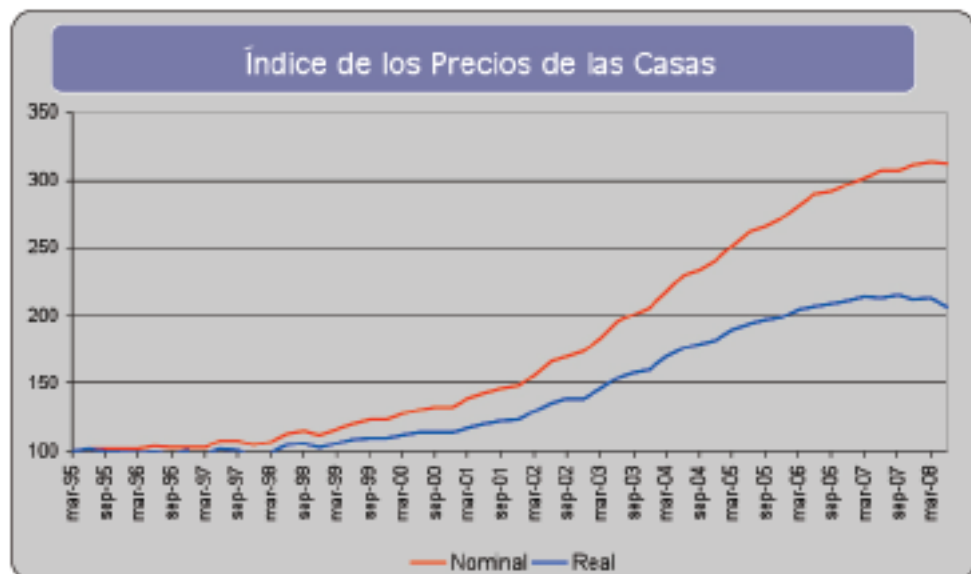
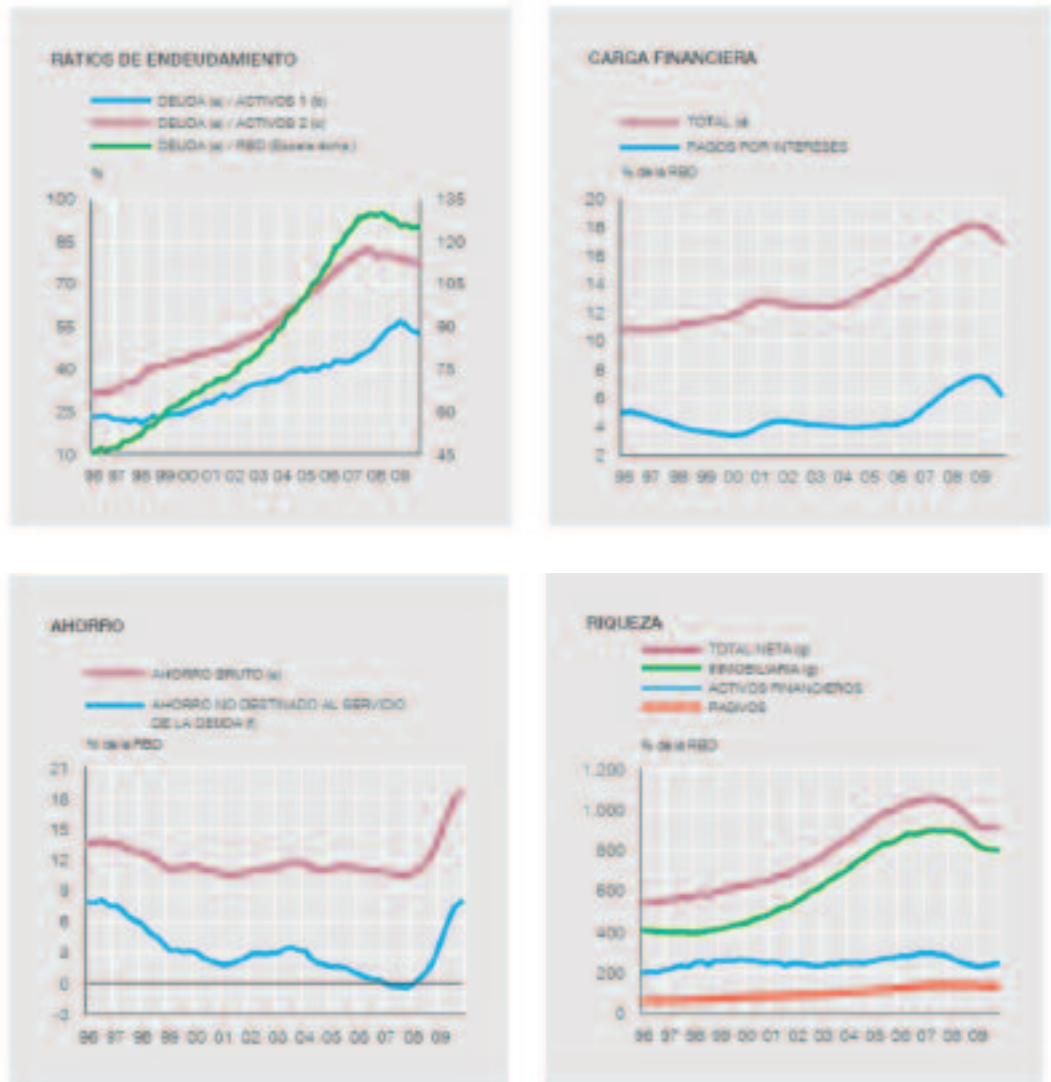


Gráfico 4. Basado en un mecanismo Endeudamiento- Efecto Riqueza. Familias.



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

Gráfico 5. Deterioro del Balance de las Empresas No-financieras españolas...

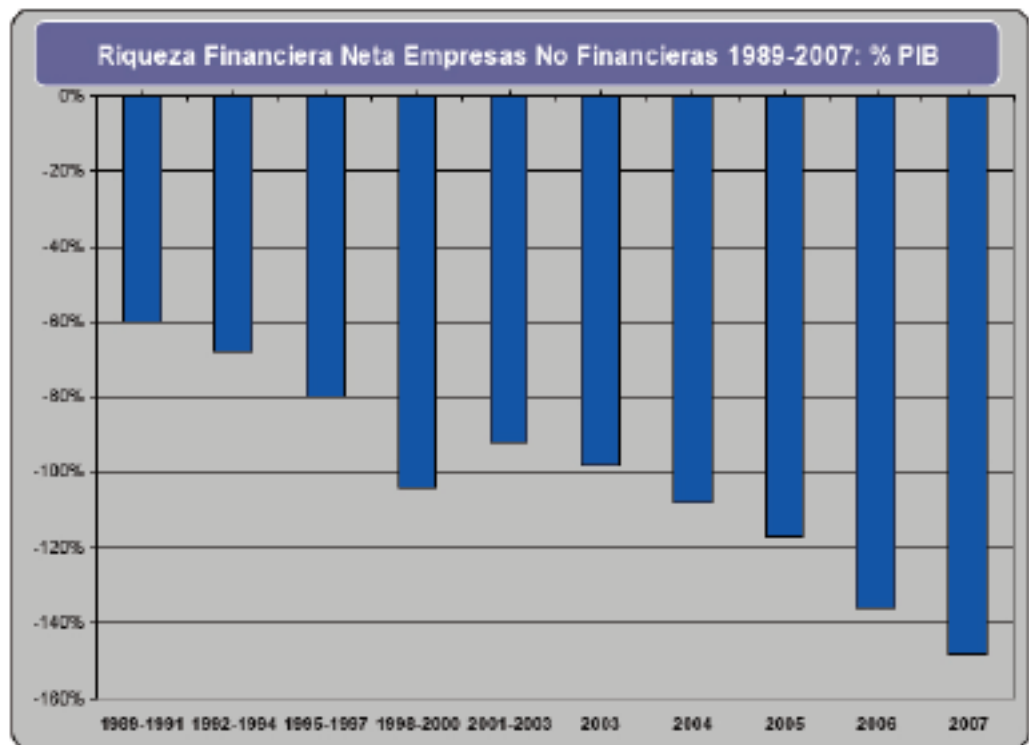


Gráfico 6. ...debido a un fuerte incremento de la Deuda de dichas empresas no financieras.

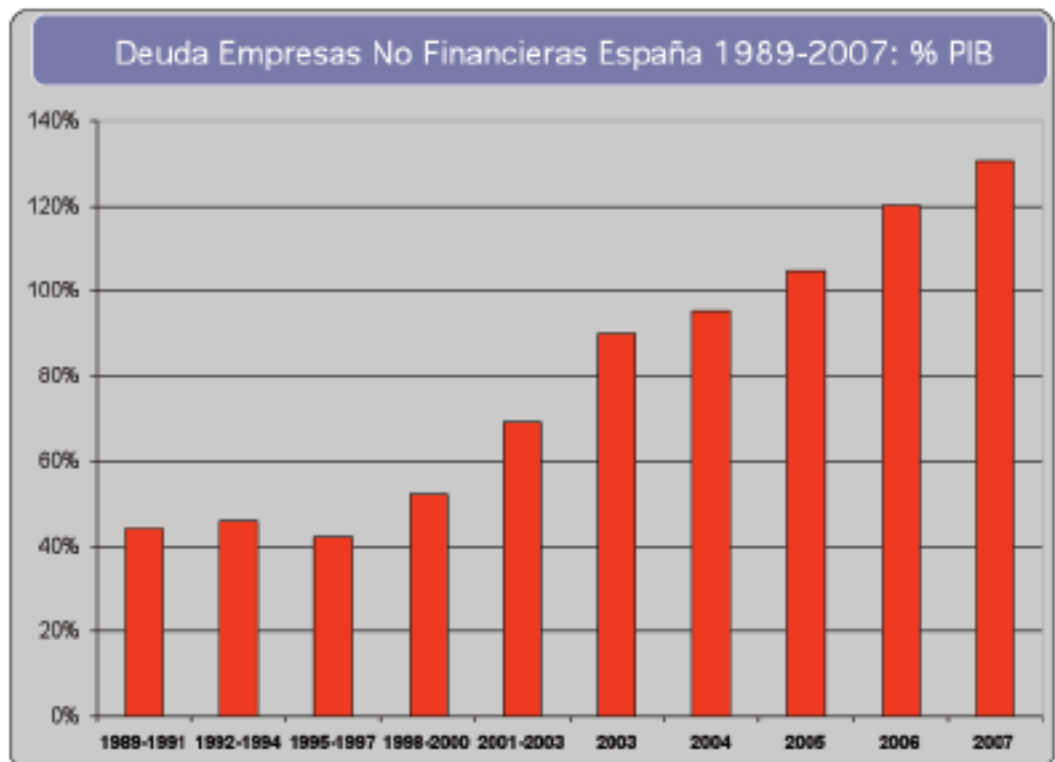
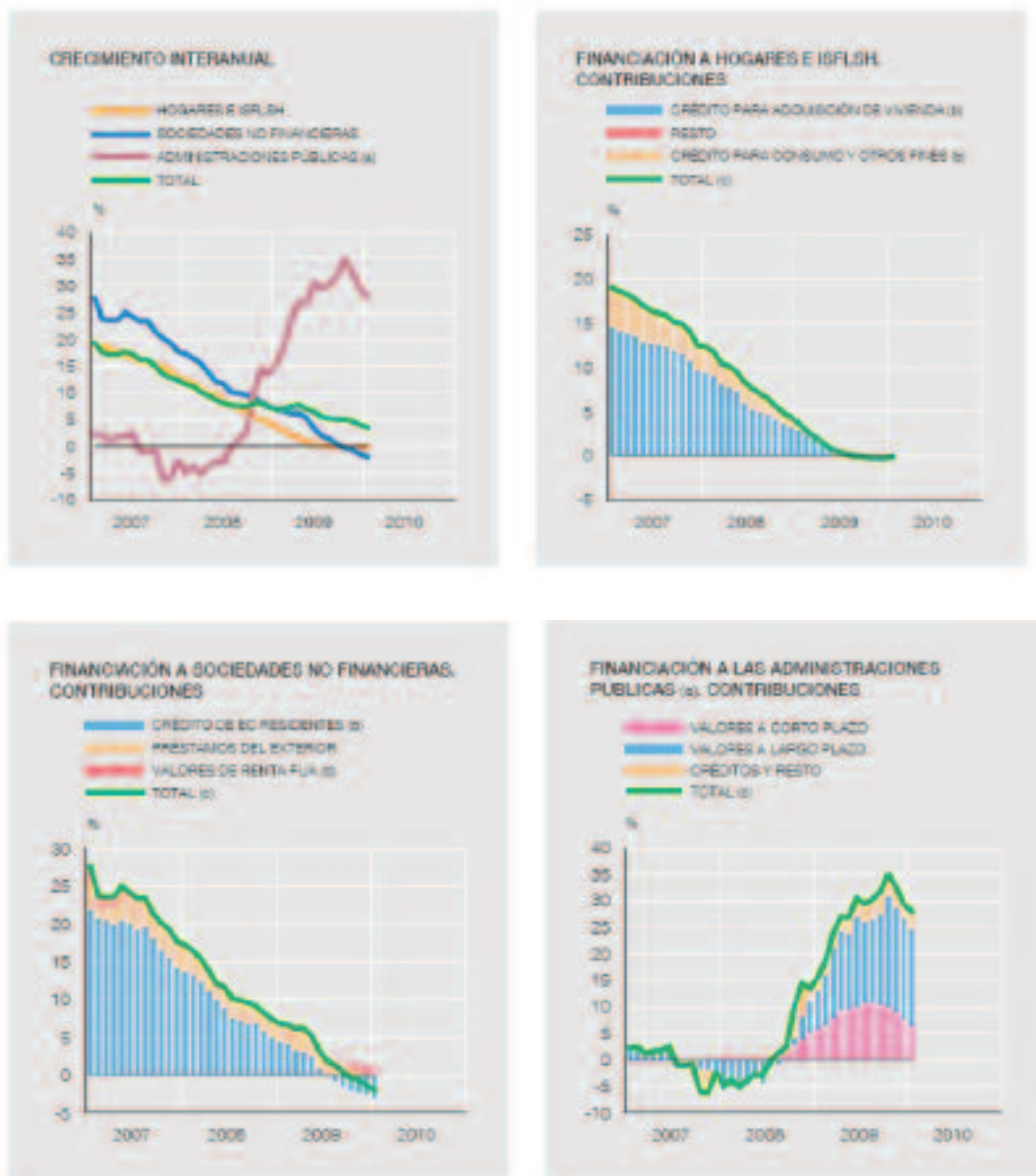


Gráfico 7. Financiación Sectores Residentes España: el Sector Público sale al Rescate del Sector Privado. Al Endeudamiento Privado se añade más Endeudamiento Público.



FUENTE: Banco de España

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

Cuadro 3. Posición Fiscal y Perspectivas diversos países.

	Fiscal balance			Structural balance ²			General government debt ³		
	As a percentage of GDP								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0.7	-5.5	-5.8	-1.4	-3.3	-3.6	62	78	82
France	-2.7	-8.6	-8.0	-3.5	-6.8	-6.3	70	92	99
Germany	0.2	-5.3	-4.6	-0.8	-4.0	-3.7	65	82	85
Greece	-4.0	-9.8	-10.0	-4.5	-6.9	-6.8	104	123	130
Ireland	0.2	-12.2	-11.6	-1.3	-9.0	-9.0	28	81	93
Italy	-1.5	-5.4	-5.1	-2.2	-2.6	-2.8	112	127	130
Japan	-2.5	-8.2	-9.4	-3.4	-7.4	-9.0	167	197	204
Netherlands	0.2	-5.9	-5.3	-0.6	-3.6	-3.1	52	77	82
Portugal	-2.7	-7.6	-7.8	-2.8	-6.1	-6.8	71	91	97
Spain	1.9	-8.5	-7.7	1.6	-5.2	-4.5	42	68	74
United Kingdom	-2.7	-13.3	-12.5	-3.4	-10.5	-9.9	47	83	94
United States	-2.8	-10.7	-9.4	-3.1	-9.2	-8.2	62	92	100
Asia ⁴	0.1	-3.5	-3.6	...	...	...	37	40	41
Central Europe ⁵	3.7	-4.4	-3.9	...	...	...	23	28	29
Latin America ⁶	-1.5	-2.4	-2.0	...	...	...	41	37	35

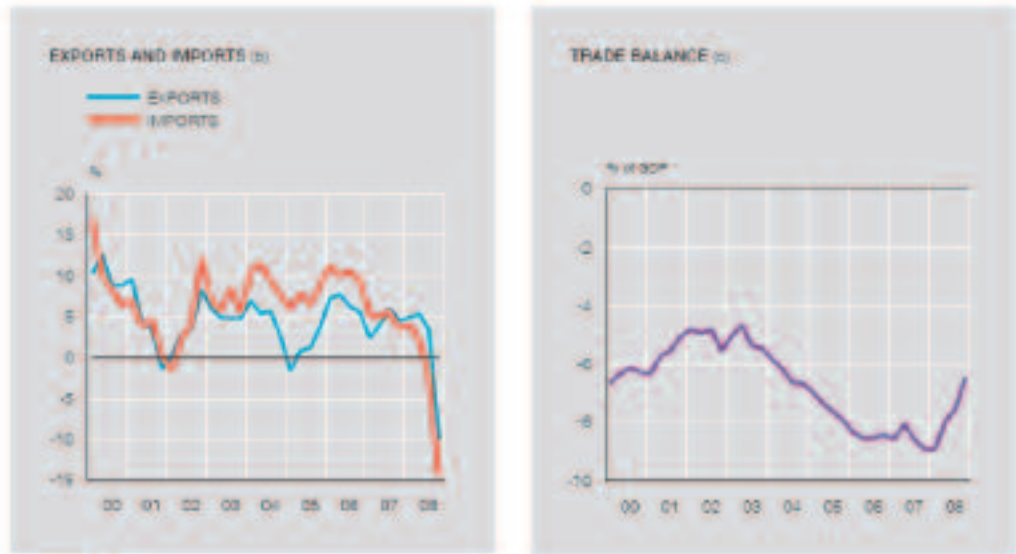
Cuadro 4. Superávit Primario Requerido para Estabilizar la Deuda a niveles de 2007.

	Over 5 years	Over 10 years	Over 20 years	Memo: Primary balance in 2011 (forecast)
Austria	5.1	3.0	2.0	-2.9
France	7.3	4.3	2.8	-5.1
Germany	5.5	3.5	2.4	-2.0
Greece	5.4	2.8	1.5	-5.3
Ireland	11.8	5.4	2.2	-9.2
Italy	5.1	3.4	2.5	0.0
Japan	10.1	6.4	4.5	-8.0
Netherlands	6.7	3.7	2.3	-3.4
Portugal	5.7	3.1	1.8	-4.4
Spain	6.1	2.9	1.3	-6.6
United Kingdom	10.6	5.8	3.5	-9.0
United States	8.1	4.3	2.4	-7.1

¹ As a percentage of GDP.

Sources: OECD; authors' calculations.

Gráfico 8. El deterioro del déficit por cuenta corriente no reflejaba una pérdida de competitividad: estaba vinculado al proceso endeudamiento-efecto riqueza.



SOURCE: INE.

- a. Seasonally and calendar adjusted data. Quarterly data base year 2000.
- b. Year-on-year rates of change. In real terms.
- c. In nominal terms.

Cuota de Exportaciones



3. RESPUESTAS A LA CRISIS EN EL CORTO PLAZO

Dos son las repuestas inmediatas en el corto plazo: por un lado, una reducción de la deuda privada y pública, y por otro, una reordenación del sistema financiero

REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PRIVADA

En ninguna de las medidas propuestas se ha buscado mecanismos de reducción de la deuda de los hipotecados, estableciendo mecanismos de recuperación de dicha quita cuando se recupere el valor de los activos. Las familias tienen mucha deuda, mientras el precio de sus activos se está desplomando. El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

Veamos brevemente la experiencia desarrollada por Roosevelt en La Gran Depresión.

Rescate Bancario en la Gran Depresión: HOLC+RFC

El elemento clave en el rescate bancario de la administración Roosevelt fue el Home Owners Loan Corporation (HOLC). Es el equivalente macro del Banco Malo pero con diferencias:

- Fue creado para comprar hipotecas a distintos bancos a un precio descuento, reduciendo además el valor facial y disminuyendo los tipos fijos de las hipotecas.
- Se refinanciaba a los hipotecados en “distress”, apunto de ejecutarles la hipoteca, en nuevas hipotecas con menor valor facial y tipos hipotecarios más bajos.
- Este programa masivo permitió a millones de familias evitar perder sus casas y que se ejecutaran sus hipotecas.
- Se aplicó solo sobre primera vivienda y valor de la casa inferior a 20.000 USD.
- El HOLC compró hipotecas durante 2 años y gestionó tales activos durante 18 a un coste fiscal relativamente bajo: (comprados a descuento, con una quita en el valor facial).

Una vez que se creó el HOLC era necesario recapitalizar los bancos. Para ello se creó el RFC (Reconstruction Finance Corporation): el gobierno inyectó capital a bancos en distress pero solventes para incrementar su capital y no verse forzado a contraer más el crédito.

El rescate bancario creado en la Gran Depresión funcionó al partir de dos premisas macro correctas:

- ¡Cualquier problema generalizado de deuda y solvencia requiere una solución que lleve a una reducción significativa de la deuda!
- Las familias tenían mucha deuda mientras el precio de sus activos se estaba desplomando.

¿Algún rescate bancario de los que se han anunciado hasta ahora introducen algo parecido a una reducción de deuda? La respuesta es no, y como el problema fundamental es de endeudamiento... Además, no se isobrepago!

PLANES DE RESCATES BANCARIOS ERRÓNEOS: ¡QUE PAGUEN LOS ACREEDORES!

Enlazando con el punto anterior, conviene hacer un breve inciso, especialmente desde el punto de vista de las finanzas públicas

Como ya hemos comentado, el origen de la crisis actual es el brutal sobreendeudamiento asociado a determinados activos o colaterales, lo que originó un problema de solvencia en numerosos bancos a lo largo del planeta. Bajo este contexto, desde nuestro punto de vista, cualquier solución debe pasar por:

- Reducir capacidad: solo deben sobrevivir los bancos solventes.
- Reducir deuda.
- No afectar a depositantes, sino a acreedores.
- Que tenga un coste mínimo en las futuras maltrechas cuentas públicas.
- Evitar el problema de moral hazard.

Opciones de Política de “Last Resort”.

1^a. Los Bancos Centrales consolidan parte de la deuda del sector financiero privado. Se trata esencialmente de una relajación cuantitativa, como se hizo en Japón, o ahora la FED.

2^a. El Tesoro provee una red de garantía sobre los depósitos al por mayor y retail. Es uno de los puntos esenciales utilizado por los países escandinavos en los 1990s, y muy utilizado hoy.

3^a. El Tesoro podría crear un vehículo o agencia pública, para comprar activos tóxicos. Es parte de lo que hizo Estados Unidos durante la Gran Depresión, lo que hizo en la crisis de las Cajas de Ahorro (RTC), y constituyó la base de lo que implementaron los países escandinavos en 1992 (Securum). Es la idea inicial del malogrado TARP de 2008, Una variante es el fondo público-privado del actual Plan Geithner.

4^a. El Tesoro podría Recapitalizar directamente el Pasivo, ver UK hoy, o tras la compra de activos tóxicos por una agencia pública, véase Roosevelt (RFC), o Suecia en 1992.

5^a. El Tesoro podría nacionalizar el sector financiero. Ver países nórdicos.

6^a. El Tesoro concede avales o garantías sobre los activos tóxicos o sobre la financiación de la compra de los mismos. Es lo que han hecho UK, y el Plan Geithner en USA.

7^a. Los reguladores podrían ingeniar una indulgencia regulatoria, mirando la suficiencia de capital. Es lo que hizo Estados Unidos para acabar con la crisis de deuda Latinoamericana.

Los países escandinavos utilizaron con éxito la 2^a, 3^a, y 5^a. Roosevelt utilizó con éxito 3^a y 4^a, con algo más (HOLC). Estados Unidos en la crisis actual ha utilizado, y está utilizando, erráticamente 1^a, 2^a, 3^a, 4^a, y 6^a. UK está utilizando con éxito muy limitado 1^a, 2^a, y 6^a.

Errores de Visión Macroeconómica:

A continuación resumimos los errores de concepción macroeconómica que se han producido en los actuales rescates bancarios.

1. El origen de la crisis actual no es que los bancos no presten, sino el sobreendeudamiento insostenible de economías comp USA, UK o España.
2. Como consecuencia de ese sobreendeudamiento se está produciendo un desapalancamiento que implica una fuerte contracción económica, que aumenta los fallidos y la mora. Por lo tanto, los bancos no prestan porque tengan activos tóxicos, ya que han decidido dejar de prestar a quienes no les van a devolver. Además habrá write-downs de sus viejos préstamos, lo que implicará futuras pérdidas que recortarán más su equity.
3. Los activos tóxicos lo son no por un problema de liquidez o de no entender lo que valen, sino por que valen mucho menos de lo que dicen los bancos en su balance. El precio correcto de las casas es el actual y no los de la burbuja previa, y dichos precios aún no han revertido del todo. En realidad, los bancos no quieren asumir semejantes pérdidas y con este esquema quieren que se las subsidie el contribuyente.
4. Si el problema es de sobreendeudamiento y desapalancamiento (reversión a la media de la tasa de ahorro), por mucho que saquemos los activos tóxicos fuera de balance, los bancos seguirán sin prestar.

Todos estos errores se resumen en uno: la carga real de la acumulación de deuda del Estado que implican los rescates, al ser financiados por los contribuyentes y no por los acreedores privados, tendrá que ser devaluada a través de la inflación, o implicará unos reclamos tan onerosos, que afectará a la producción e inversión en capital futura del país.

Comentemos brevemente el rescate sueco de 1992.

Rescate Sueco 1992: Banco Malo + Recapitalizar.

Este modelo se puede implementar en sociedades muy “transparentes” y “pulcras”. Desde nuestro punto de vista a fecha de hoy USA, UK, o España no reúnen estos requisitos. Ideas básicas:

- Se establecen garantías sobre todos los depósitos.
- No todos los bancos sobrevivirán. Los débiles desaparecen o se fusionan. Se implementó un stress test “serio” para ver que bancos podrían sobrevivir.
- El “management” del banco a la calle.
- Hay que minimizar el coste para el gobierno y evitar “moral hazard”.
- Se fundamenta en dos ideas: banco malo, y agencia para recapitalizar los bancos.
- Se fuerza a los bancos a hacer un “write-down” de todas sus malos préstamos o créditos, y a su vez el banco emite warrants que compra el gobierno conforme empiece a recapitalizar.
- Se eliminan a los acreedores privados, transformándose los bonos en capital. Los accionistas y bonistas empiezan a perder sus inversiones a la misma proporción y velocidad que el gobierno provee fondos a los bancos vía warrants.
- En resumen, los accionistas y bonistas no estaban cubiertos por las garantías del gobierno, y perderían sus inversiones en el mismo grado que el gobierno tuviera que apoyar a sus bancos.
- A los bancos no les queda más remedio que sacar toda la “porquería”.

- Desde el lado del banco malo, que se denominó Securum, se pago a la baja. Había un mandato claro que el destrozo no lo pagaran los impositores. Compararlo con Plan Geithner en USA donde se habla de sobrepagar y valorar entre 2 y 4 trillions (15% y 30% del PIB).
- El coste inicial para los impositores suecos fue del 4% del PIB, menos que el TARP inicial que propuso Paulson, pero obviamente con una transparencia y pulcritud de la cual carecía el TARP, que a su vez se “olvido” de recapitalizarlos.

Su gestión duro apenas 4 años, y se recuperó todo lo puesto inicialmente por los contribuyentes, tanto en la venta de los activos tóxicos por Securum, como en las ventas de acciones preferentes una vez que los bancos pasaron de ser públicos a privados.

Se baso en varias premisas básicas correctas:

1. Reducir capacidad: solo deben sobrevivir los bancos solventes.
2. Que no afectara a depositantes, sino a acreedores.
3. Que tuviera un coste mínimo en las futuras maltrechas cuentas públicas.
4. Evitar el problema de moral hazard (crítica de Hyman Mynsky a Bancos Centrales sobre el paradigma de gestión de riesgo).

Gráfico 9. Pérdidas Préstamos Bancos Suecos 1990-1994

LOAN LOSSES OF BANK GROUPS 1990-94
SEK billion and per cent of loan stock

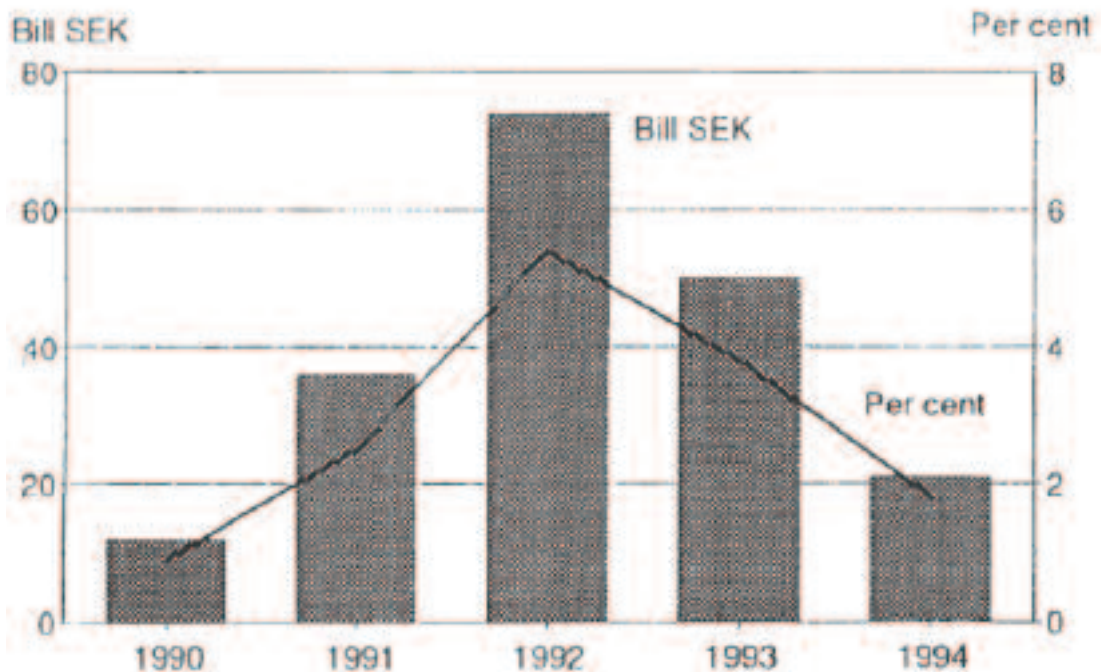
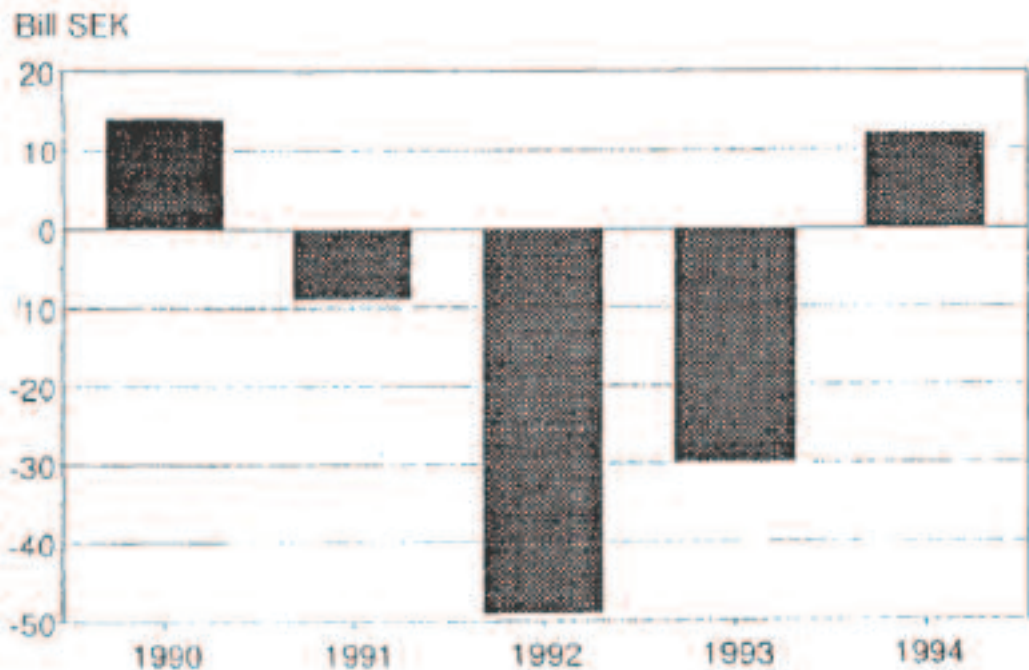


Gráfico 10. Beneficio Operativo Bancos Suecos 1990-1994**OPERATING RESULT FOR BANK GROUPS**
(incl. Securum 1993)**AJUSTE CUENTAS PÚBLICAS: ¡POR FAVOR NO DEFLACIONEN LA ECONOMÍA!**

Países como España, Grecia, o Reino Unido, se han visto obligados a implementar un duro ajuste fiscal, cuyo único objetivo es calmar a los mercados y estabilizar la carga financiera. Sin embargo, con las medidas implementadas, especialmente la congelación salarial y el recorte en infraestructuras, disminuimos fuertemente el crecimiento real y nominal de la economía, ya que disminuirá fuertemente la demanda efectiva, en un contexto de deflación por endeudamiento como el actual (en España la inflación subyacente de abril registró la primera tasa interanual negativa de la historia). Para el caso español, hemos revisado nuestra previsión del crecimiento económico para la segunda mitad de 2010 a -1,5%, y para el 2011 a -1,5% / -3,5%. Si estos economistas de oferta quieren entender los efectos de la deflación con endeudamiento les recomiendo que lean la *Teoría de Deflación por Deuda* de Irving Fisher, y dejen de publicar las barbaridades que hemos podido leer estos días: la ignorancia es muy atrevida.

Los especuladores que han realizado los ataques al EUR, a la deuda soberana de diversos países, y a los activos con riesgo lo tiene fácil: el hundimiento económico al que nos va a llevar las medidas de oferta implementadas hacen insostenible el volumen de deuda privada y pública existente, al margen del nivel del coste de la deuda. Como consecuencia nuevos ataques al EUR y a la deuda soberana son posibles y en este caso entramos en la tormenta perfecta: hundimiento del crecimiento económico y aumento de la carga financiera.

¿Y ahora qué, economistas de oferta? ¿No era más fácil una reestructuración de la deuda global y una reordenación de los mercados financieros?

UNA PROPUESTA DE AJUSTE CUENTAS PÚBLICAS EN EL CORTO PLAZO

En el ajuste fiscal no se deberían tocar gastos, ya que solo se consigue una reducción importante con recortes en inversión en infraestructuras y salarios pero ello es muy deflacionista (descenso en PIB potencial y pérdida de empleo por recortes en infraestructuras, descenso salariales y señal que transmite al sector privado), de manera que el ajuste debería proceder por un aumento de ingresos.

Se debe recalcar el efecto deflacionista del ajuste fiscal vía gastos en un contexto de endeudamiento: ello hundiría la demanda

Propuestas, y cuantificación de los aumentos de ingresos por impuestos:

1. Revertir, aunque sea temporalmente, la reforma fiscal de 2006

- Tramo alto IRPF del 43% al 45%.
- Impuesto Sociedades Grandes Empresas del 30% al 35%. Cuantificación: **2000 millones de EUR** empresas IBEX 35 datos actuales
- Reinstaurar Impuesto de Patrimonio a partir de 1 millón de EUR. Cuantificación: **2000 millones de EUR**
- Eliminar bonificaciones sucesiones CC.AA. mediante una ley que marque un gravamen mínimo que financie CC.AA. y éstas se hagan corresponsables en el ajuste.

2. Otras medidas adicionales de impacto notorio.

- Eliminar, a partir de 100.000 EUR, de manera retroactiva deducciones fiscales a la vivienda. Cuantificación: **1400 millones de EUR.**
- Eliminar deducciones fiscales gastos financieros emisión de deuda (implica un **mínimo de 6000 millones de EUR**).
- Incremento impuesto plusvalías inversiones inferiores a 1 año desde el 185 al 24%. Cuantificación: **1000 millones de EUR.**

3. Otras medidas a escala europea:

- subir gravamen fiscal SICAVs a nivel europeo
- tasas a la banca a nivel europeo.

REFORMA FISCAL EN ESPAÑA DEL AÑO 2006

La reforma fiscal de 2006, junto a las del 99 y 2003, ha supuesto un paso más en el proceso de desfiscalización que nos está llevando a una insuficiencia de recursos públicos que ahora, más que nunca, explica la necesidad de llevar a cabo drásticos recortes en gasto público y salarios.

La reforma, en esencia, modificó el tratamiento de las circunstancias personales y familiares, elevó los umbrales de tributación, rebaja la tributación de las rentas del trabajo y unificó la fiscalidad del ahorro.

Cuadro 5. Reforma fiscal de 2007. resultados globales.

REFORMA 2007: MUESTRA TOTAL		Variación 2006	
CONTRIBUYENTES	2007	Absoluta	Porcentual
	17.556.155		
Recaudación (euros)	35.690.575.918	-2.339.098.436	-6,15
Cuota media (euros)	2.032,90	-133,24	-6,15
Tipo medio efectivo(%)	10,8	-0,7	-6,15
Renta Neta Media (euros)	16.792,63	133,24	0,8
PROGRESIVIDAD	2007	Variación 2006	
		Absoluta	Porcentual
I. Reynolds Smolesky	0,041	0,000217	0,52
I. Kakwani	0,347	0,0248	7,7
Efecto recaudación	0,1221	-0,0088	-6,72
Efecto redistribución indirecto	0,0124	-0,0016	-57,43
Efecto redistribución directo	0,0299	0,017	132,23

Fuente: IEF (2007)

Lo que se puede apreciar en este cuadro es que la reforma ha supuesto un paso más en la desfiscalización de rentas del trabajo y sociedades, con un efecto mínimo en redistribución y en equidad, y elevado en recaudación. Las conclusiones más claras son las siguientes:

1. Existe una gran distancia entre renta declarada y riqueza, lo cual induce a pensar en la existencia de un gran fraude fiscal.
2. No es posible asumir que con la renta declarada, sea necesaria una bajada adicional de impuestos directos, lo cual parece confirmar un grado de irresponsabilidad económica en las últimas reformas fiscales.
3. Revocando dicha reforma, se obtendrían ingresos suficientes para no tocar algunas de las partidas sociales y de inversión más sensibles, no solo políticamente, sino socialmente.
4. Urge un reforma fiscal en profundidad, donde prime la recaudación y la equidad.

4. RESPUESTAS A LA CRISIS EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO

El crecimiento de la economía a largo plazo, pasa por elevar su crecimiento potencial, cambiar drásticamente el modelo educativo, el de la administración pública, elevar la densidad empresarial, redirigir la financiación privada hacia sectores con mayor valor añadido desde el sector público, y apostar por nuevos modelos de relaciones laborales basado en aspectos más intangibles que tangibles.

Comencemos por la actividad. Es necesario elevar la tasa de actividad de mujeres y mayores de 50 años. En el primer caso, es esencial apostar de verdad por un modelo de conciliación a la danesa o sueca. Sólo así, se fomentará la participación y la natalidad. El ejemplo de la Ley de Flexibilidad Laboral del Reino Unido del 2003 es también un ejemplo de buenas prácticas. Esto implica una extensión de la educación infantil y gratuita para rentas medias y bajas.

En el ámbito educativo, tres ideas. Cambiar las prioridades presupuestarias, dejar de financiar la universidad en los términos actuales, y volcarse con la educación primaria y secundaria. Mayor énfasis en habilidades más que en contenidos (lectura, idiomas, escritura, hablar en público). En segundo lugar, replantearse los conciertos educativos, que son los causantes del aumento de la desigualdad social. Cambio drástico en el acceso del alumnado, permitiendo la movilidad de alumnos a otras zonas de la ciudad, financiando la movilidad del alumno y generando equidad en el acceso a inmigrantes y educación especial.

En el campo productivo, el cambio de patrón de crecimiento con la fuerza laboral actual y la ausencia de posibilidades de financiación, es prácticamente imposible. Los sectores estudiados donde debería migrar una buena parte de la fuerza laboral en desempleo, son los de biotecnología, servicios sociales, cultura, energías renovables, ingeniería civil, aeronáutica y robótica. Todo ello requiere una densidad empresarial más grande y robusta, un apoyo público en reconversión educativa y especialmente financiación pública. El resultado de todo esto, debería ser, además, un significativo aumento salarial del personal cualificado, pero elevando también el salario mínimo para reducir el gap.

Finalmente, en materia de Administración Pública, habría que repensar todo, desde los métodos de acceso, la inspección, el tipo de empleado que se necesita, los horarios, la retribución, e incluso la flexibilidad de entrada y salida. ♦