

# Del espejismo de los estímulos a la falsa austeridad pública: la política fiscal ante la Gran Recesión



**INTRODUCCIÓN** El debate en torno a la austeridad es uno de los más relevantes y candentes en la actualidad de la economía europea en general, y la española en particular. Numerosas voces se han alzado contra lo que, consideran, es una estrategia fiscal condenada al fracaso. Así, sostienen que la austeridad gubernamental está siendo excesiva y/o va demasiado rápida, o que el énfasis no debe estar en este tema sino en el crecimiento y el empleo. ☺ Por mencionar a uno de los más ínclitos críticos de la austeridad, el Premio Nobel Paul Krugman ha llegado a decir que en toda la periferia europea, las políticas de austeridad han producido niveles de desempleo y de contracción de la actividad semejante al de una depresión<sup>1</sup>. ☺ El debate, tal y como se articula en ocasiones –entre los “defensores de la austeridad” frente a los “defensores del crecimiento”–, sufre de problemas de fondo importantes. ☺ En primer lugar, debe aclararse a qué nos referimos con “austeridad”. El término se suele utilizar para referirse a los intentos de los gobiernos de

1. Literalmente, “All around Europe’s periphery, from Spain to Latvia, austerity policies have produced Depression-level slumps and Depression-level unemployment”. Véase “[Death of a fairy tale](#)” (26 de abril de 2012), Paul Krugman, *The New York Times*.

reducir el déficit y la lograr la sostenibilidad de la deuda pública. Para conseguir este objetivo,

JUAN RAMÓN RALLO

EQUIPO: ADRIÀ PÉREZ MARTÍ

DIRECTOR DEL INFORME: ÁNGEL MARTÍN ORO

Director del Instituto Juan de Mariana, Doctor en Economía, profesor asociado de Economía Aplicada en la Universidad Rey Juan Carlos

Economista y asesor fiscal en JPB Asesores

Director del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana

se han venido aplicando paquetes de ajuste fiscal que incorporan tanto aumentos de impuestos como recortes de gasto.

Así, difícilmente puede considerarse a un gobierno “austero” cuando trata de ajustar sus desequilibrios financieros intentando recaudar más –detrayendo recursos del sector privado–, en lugar de reducir sus gastos para hacerlos compatibles con la nueva realidad, caracterizada por la caída de ingresos públicos.

En este sentido, el gobierno español del Partido Popular elaboró los presupuestos de 2012 incluyendo un ajuste del déficit de la Administración Central que, aproximadamente, descansa en un 60% en recortes de gasto y un 40% en aumentos impositivos.

En segundo lugar, consideramos equivocada la aparente incompatibilidad entre defender la austeridad y, al mismo tiempo, el crecimiento. Más bien, es al revés. Para que exista una recuperación del crecimiento sostenida, apoyada en buenos fundamentos, es importante que las Administraciones Públicas no obstaculicen el desarrollo del sector privado. Esto se puede hacer (y se ha hecho y sigue haciendo) mediante subidas de impuestos, efecto expulsión en los mercados de crédito, excesivo endeudamiento que empeora la “marca España”, impagos a proveedores que provoca graves problemas al sector privado, incluso llegando a generar quiebras empresariales, etcétera.

No obstante, sí es cierto que la contracción en el gasto público puede conducir a menores tasas de crecimiento del PIB en el corto plazo. Esto se debe, sencillamente, a que todo el gasto público computa como PIB, independientemente de su sentido económico. A efectos del PIB a corto plazo, llevar a cabo estímulos de la demanda en base a paquetes de gasto ineficiente e improductivo cuenta como positivo en el PIB. Así, cuando estos estímulos se retiran, este indicador sufre un efecto contractivo. Esto es lo que en parte ha sucedido desde 2011, con la constatación de la *double-dip recession* (doble recesión, o recesión en W) a principios de 2012<sup>2</sup>.

Aunque ya parezca que quede muy lejos y se soslaye en distintos análisis de la situación actual, lo cierto es que entre 2008 y 2009 la mayor parte de los gobiernos de los países desarrollados, con Estados Unidos y España a la cabeza, implementaron significativos paquetes de estímulo fiscal.

Efectivamente, las medidas de consolidación fiscal tan solo han existido desde 2010 –en la medida en que se han ejecutado realmente<sup>3</sup>–. Y en países como España, difícilmente puede hablarse de “austeridad” cuando los descuadres presupuestarios continúan siendo de gran magnitud (con un déficit público del 8,9% del PIB en 2011)<sup>4</sup>.

2. Por supuesto, en esta evolución del PIB intervienen muchos otros factores.

3. El caso griego es ilustrativo de los tan cacareados brutales recortes de gasto en Grecia, que tan solo han existido en el imaginario colectivo, y no en las cuentas públicas del país, como denunció el Fondo Monetario Internacional. Véase [“Grecia se ríe de Europa: ni reformas estructurales ni reducción del gasto público”](#) (17 de diciembre de 2011), Adrià Pérez Martí, *Libre Mercado*.

4. En relación a la cuestión de si este descuadre se debe al

excesivo nivel de gasto público, o por el contrario, a la insuficiencia de ingresos públicos, consúltese el anterior informe [“España: en la cola del paro y a la cabeza de impuestos”](#) (enero de 2012), Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana. Argumentamos que la gran responsabilidad de la situación presupuestaria actual descansa sobre el notabilísimo aumento en el gasto público en España durante la década del 2000. De no haberse producido, el problema de déficit en los últimos años apenas hubiera existido.

### Tasas de crecimiento del PIB intertrimestrales



FUENTE: OCDE, Quarterly National Accounts

NOTA: el dato del primer trimestre de 2012 para la Eurozona todavía no está disponible

En este boletín trataremos de contribuir a este debate poniendo nuestra atención sobre las medidas de expansión de gasto público temporales aplicadas como primera reacción a la Gran Recesión<sup>5</sup>. Para ello, analizaremos los casos de Estados Unidos y España más en profundidad, y utilizaremos a Alemania como contraste. Creemos que la elección de estos países puede arrojar luz al asunto, dado que tanto EEUU como España siguieron políticas fiscales de estímulo a la demanda similares (al menos en términos cuantitativos), y sin embargo, sus economías han seguido trayectorias diferentes.

Por un lado, nos centramos en los efectos de estas medidas sobre el endeudamiento de las distintas economías. Por otro, dado que los políticos enfatizaron la importancia de combatir el aumento del desempleo mediante estímulos de la demanda, dedicamos amplio espacio a tratar sobre los efectos de éstos en el mercado laboral.

Consideramos importante revisitar las políticas expansivas de 2008 y 2009 para el debate actual, por cuanto lo que los críticos de la austeridad asumen que una expansión del gasto público traería beneficios para el empleo y la actividad económica. Pero si esta estrategia fiscal se muestra ineficaz o incluso perjudicial, un importante argumento de estos críticos se desvanecería<sup>6</sup>.

5. Pese a la interrelación entre estímulos fiscales y política monetaria, en este boletín apenas haremos mención a esta última.

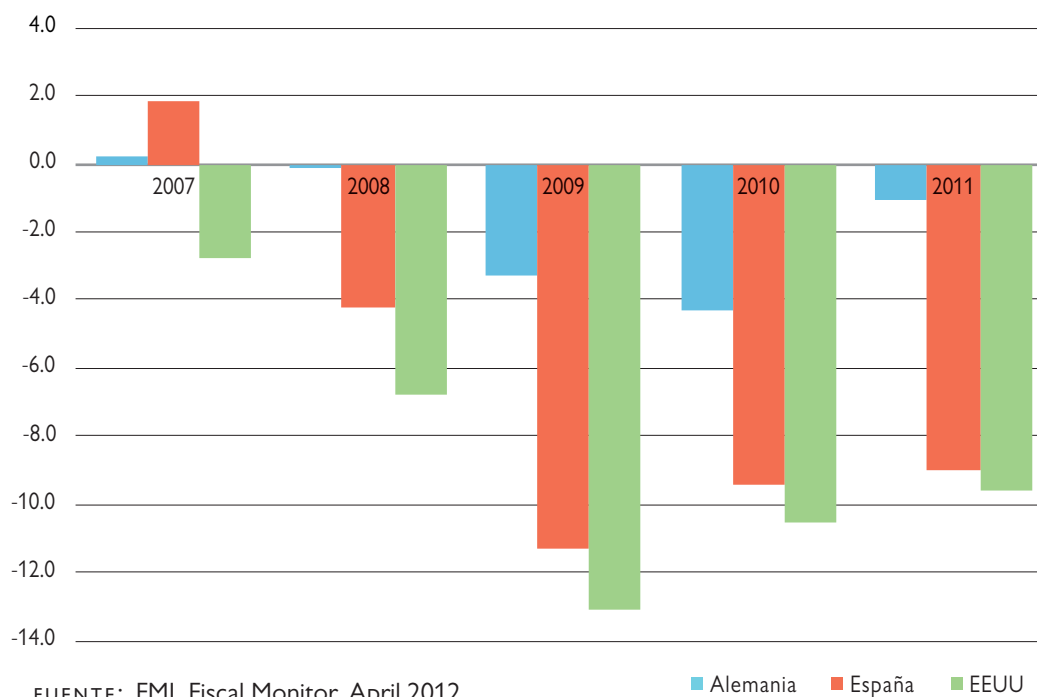
6. Para el caso de Portugal, que no se cubre en este boletín, considérense las palabras del Ministro de Finanzas

portugués: ["Portugal's Finance Minister: We Tried Stimulus and It Didn't Work"](#) (23 de abril de 2012), Dealbook, *The New York Times*. Vitor Gaspar sostiene que, habiendo su país implementado un estímulo al estilo keynesiano en 2008, éste podría haberse mostrado contraproducente.

## Una panorámica macroagregada de la política fiscal por el lado del gasto desde 2007

Desde el inicio de la crisis económica en 2008 los gobiernos de los países desarrollados han seguido estrategias de política fiscal diferentes. Algunos como Estados Unidos o España optaron por políticas decididamente expansivas en el gasto hasta 2010, mientras que Alemania puso mayor énfasis en la austeridad presupuestaria, si bien no pudo evitar superar el 3% de déficit público en 2010.

FIGURA 1: Saldo del conjunto de las Administraciones Públicas (% PIB)



Desde 2007 hasta 2009, España y Estados Unidos deterioraron su saldo en 13,1 y 10,3 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que Alemania “solo” lo hizo en 3,4 puntos. Desde entonces, la “consolidación fiscal” apenas ha conseguido mejorar el saldo en 2,3 para España y 3,5 puntos porcentuales en el caso de Estados Unidos. Así, se cerró 2011 con déficits todavía muy abultados para ambos países.

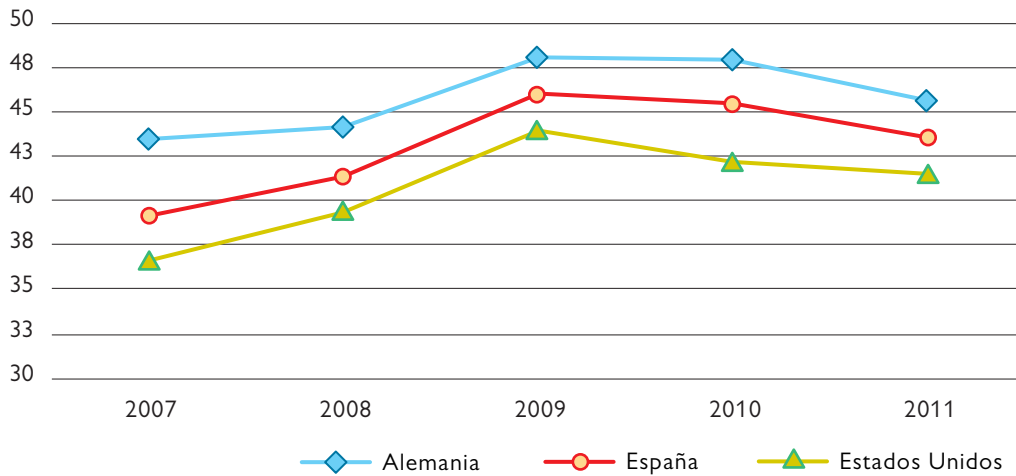
Los distintos planes aprobados por las administraciones española y norteamericana, concebidos para luchar contra la crisis en sus distintos frentes, han dejado marcada huella sobre sus finanzas públicas<sup>7</sup>. En cambio, la mayor disciplina fiscal alemana deja sus finanzas públicas en una situación más sólida relativamente.

7. No obstante, estos planes no han sido el único factor que está detrás del aumento desbocado del déficit, siendo la caída de los ingresos fiscales la otra cara de la moneda que hay que tener en cuenta. En España, la res-

ponsabilidad del aumento del gasto y la reducción de ingresos en el incremento del déficit hasta 2009 ha sido compartida en proporción muy similar.

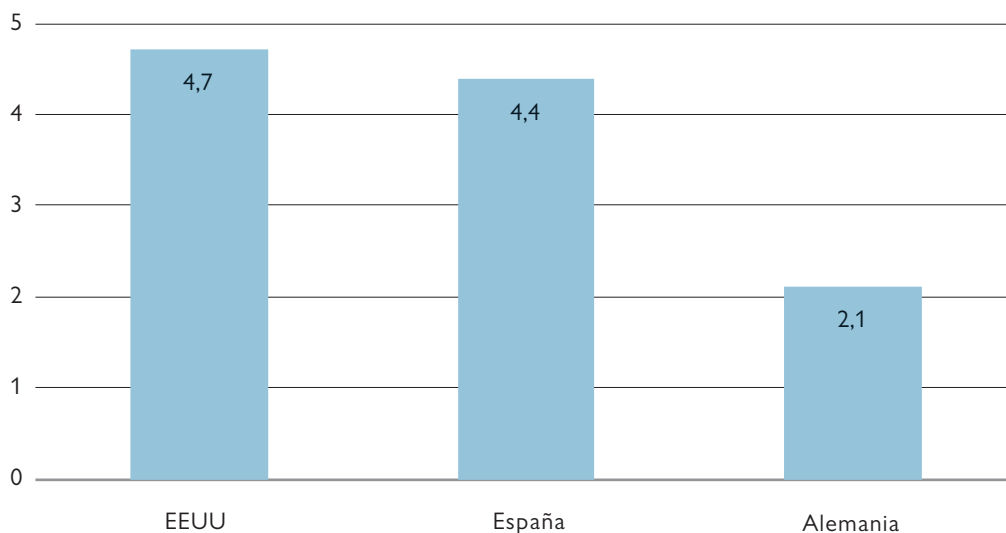
Esta diferencia en políticas queda también reflejada en términos de la evolución reciente del gasto público de estos tres países, donde Estados Unidos y España superan en más del doble a Alemania en lo que respecta al aumento en la ratio del gasto público sobre PIB desde 2007. Nótese que Alemania partía desde inicio del periodo de un nivel de gasto público sobre PIB considerablemente mayor; brecha que se ha reducido en los últimos años.

**FIGURA 2: Gasto público sobre el PIB desde 2007**



FUENTE: FMI, Fiscal Monitor, April 2012

**FIGURA 3: Variación en p.p. del gasto público sobre el PIB (2011-2007)**

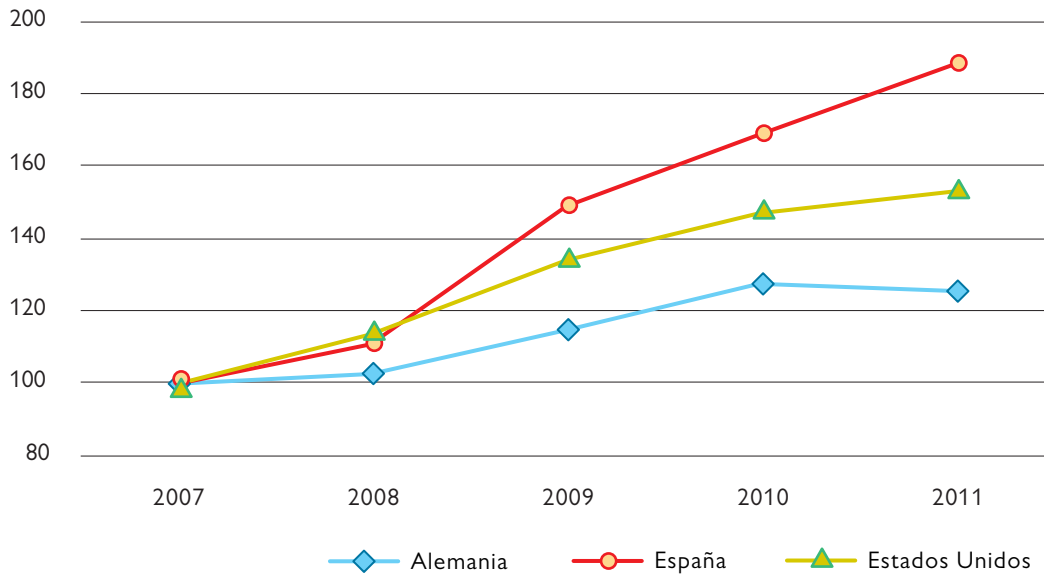


FUENTE: FMI, Fiscal Monitor, April 2012

El abultado déficit público de los últimos años de España y Estados Unidos se ha dejado notar obviamente en un espectacular incremento de la deuda pública. Respecto a

2007, la ratio de deuda pública sobre el PIB en 2011 aumentó en casi un 90% en España, algo más del 50% en Estados Unidos, y “solo” el 25% en Alemania.

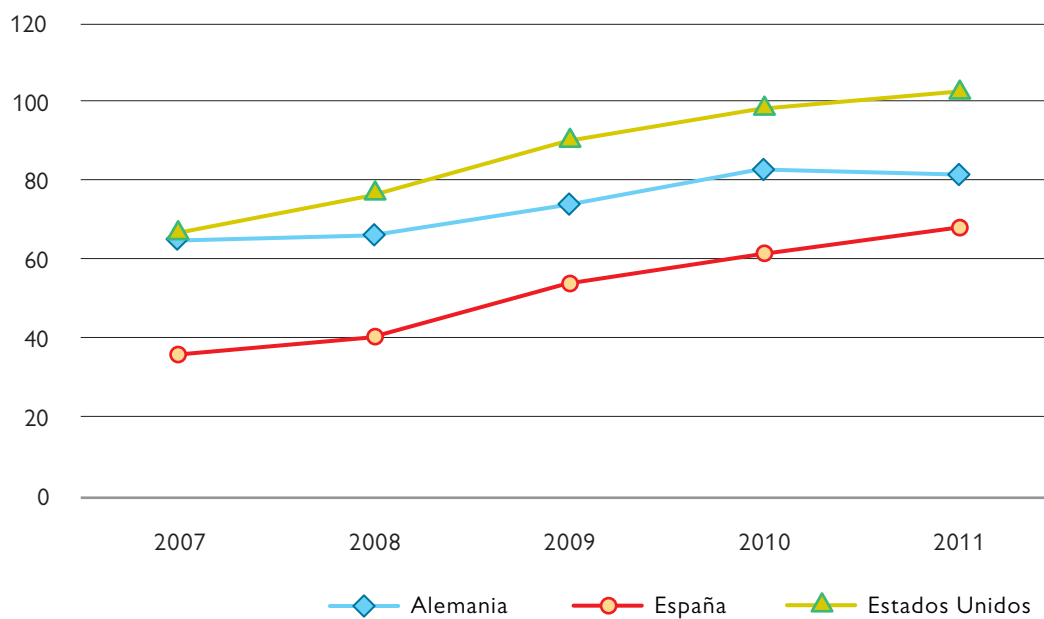
**FIGURA 4: Aumento deuda pública sobre el PIB desde 2007 (2007=100)**



FUENTE: FMI, Fiscal Monitor, April 2012

No obstante, el nivel desde el que partía España era considerablemente inferior al de Estados Unidos y Alemania.

**FIGURA 5: Deuda pública sobre el PIB desde 2007**



FUENTE: FMI, Fiscal Monitor, April 2012

Tras esta considerable expansión del gasto público tanto en el caso de España como en el de Estados Unidos (menos, aunque no inexistente, en Alemania), el año 2010 marcó un punto de inflexión. En España, las graves tensiones en los mercados de deuda y las advertencias desde la Unión Europea obligaron a la Administración Zapatero a aprobar medidas de consolidación fiscal, que los acontecimientos —dado el incumplimiento de las promesas de déficit por parte del gobierno— han mostrado claramente insuficientes para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas. Así, los últimos Presupuestos Generales del Estado 2012 tienen como objetivo reducir el déficit de todas las AAPP en más de dos puntos porcentuales, dejándolo, con todo, en un todavía abultado 5,3%<sup>8</sup>.

En Estados Unidos, por su parte, todavía no se ha plasmado un plan de consolidación fiscal serio, si bien ya se ha observado una ligera reducción en los gastos que deberá ser agudizada en los próximos meses y años.

Las cuentas públicas de Alemania, por el contrario, disfrutan por el momento de una posición notablemente más sólida, lo que le deja en una situación menos frágil y con mayor margen de maniobra en caso de futuros acontecimientos imprevistos. Y además, su sector público no se convierte en un lastre tan pesado para la recuperación económica en términos de necesidad de financiación.

**8.** Asimismo, este objetivo podría ser nuevamente incumplido, en caso (probable) de que, por ejemplo, no se cumplan las previsiones de ingresos del gobierno y/o las Comunidades Autónomas se resistan a recortar el gasto en las cuantías presupuestadas, dado que una parte no baladí del ajuste se confía en ellas.

# Dos esquemas conceptuales básicos para comprender el papel de la política fiscal en la etapa recesiva

Podríamos identificar, a efectos de lo que nos interesa destacar en este boletín, dos grandes posturas antagónicas respecto al papel de la política fiscal en las etapas recesivas del ciclo: la que defiende políticas de estímulo vía gasto y deuda pública, y la que defiende justamente lo contrario, políticas de austeridad o reducción del gasto.

La primera está asociada al célebre economista británico John Maynard Keynes y sus seguidores, los keynesianos<sup>9</sup>. En la actualidad, el premio Nobel de economía 2009 Paul Krugman está siendo uno de los más conspicuos defensores de esta tesis. La segunda estaría asociada a (la corriente minoritaria de) los economistas de la tradición de la Escuela Austriaca de Economía, hijos intelectuales de Ludwig von Mises o Friedrich Hayek<sup>10</sup>.

## El enfoque keynesiano: déficit público para contener la demanda agregada

La idea keynesiana detrás de la defensa de las políticas de estímulo gubernamental en tiempos de recesión es la siguiente. Para éstos, la crisis económica es un periodo en el que el gasto privado en consumo, y especialmente la inversión, que conforman la mayor parte de la demanda agregada, se desploma.

De repente y tras una ola de optimismo generalizado, los empresarios e inversores entran en un estado de pesimismo. Comienzan a estar temerosos de lo que vaya a suceder en el futuro, se crea un ambiente de elevada incertidumbre y reducen considerablemente la inversión en máquinas, edificios, equipamiento informático, etcétera.

Al mismo tiempo, la población recorta drásticamente su consumo, ya sea por la caída en la riqueza financiera (derivada, por ejemplo, del desplome en el precio de activos bursátiles o inmobiliarios), el miedo a perder el empleo, expectativas negativas u otras causas. Así, recortan el consumo, posponen su decisión de comprar un nuevo coche o una nueva lavadora, dejan de salir tanto a cenar, o retrasan las reformas del hogar. Esto afecta a aquellos que producen este tipo de bienes y servicios, empresarios y trabajadores. Éstos últimos verán rebajada su renta (bien porque sean despedidos o porque les recorten el salario), lo que a su vez, a través de su menor demanda derivada, afectará negativamente a nuevos trabajadores, y así sucesivamente, cayendo en un círculo vicioso que se retroalimenta.

Al reducirse esta demanda agregada, los agentes económicos aumentan su atesoramiento de dinero (que no entra en el flujo de gasto y renta), las empresas reducen su producción y despiden trabajadores, aumentando el desempleo.

Aquí es donde debería entrar el Gobierno con sus planes de estímulo, gastando lo que no gasta el sector privado y aliviando así el problema del paro y la actividad. En esta lógica es en la que se basa el plan de estímulo Obama, pero también el plan E y otras medidas de respuesta a la crisis de Zapatero.

## El enfoque austriaco: reducción del déficit para ayudar al reajuste y depuración de las malas inversiones

Pero este razonamiento no es de ningún modo el único. Otros economistas, asociados normalmente a la Escuela Austriaca, piensan que los planes de aumento del déficit público pueden ser no sólo inefectivos sino perjudiciales para la recuperación de la economía. Éstos sostienen que la crisis, lejos de ser una enfermedad evitable por el gobierno, es la consecuencia necesaria de ciertos excesos financieros (crecimiento desbocado de la deuda y empeoramiento de su calidad), con implicaciones fundamentales en la economía real, que deben corregirse. Las familias, los bancos y las empresas se endeudaron masivamente, debido en buena parte a diversas políticas públicas (como, principalmente, el abaratamiento artificial del crédito debido a políticas monetarias de muy bajos tipos de interés), y sectores como el inmobiliario, el financiero o el automovilístico se hipertrofiaron.

La solución pasa por que estos sectores se ajusten y los recursos productivos y trabajadores empleados en éstos se recolocuen a otras partes de la economía donde puedan ser rentables, satisfaciendo necesidades de los consumidores. Por ello, el Gobierno no debe alimentar los problemas derivados de la excesiva deuda total (privada + pública), ni tampoco sostener artificialmente a los sectores que deben contraerse (como la vivienda).

Más bien, según estos economistas, debería dejarse al mercado libre (un proceso de interacciones entre millones de individuos, empresarios, inversores, ahorradores, consumidores, cada uno de ellos con información única respecto a su ámbito local de acción) que corrija las malas inversiones, por medio de quiebras empresariales, impagos, ajustes de precios y salarios, etc.

Un periodo doloroso en el corto plazo, pero saludable e inevitable en el medio/largo plazo. La alternativa a no seguir esta vía podría ser un largo periodo de estancamiento, como le ha sucedido a la economía japonesa en las últimas dos décadas.

9. Una crítica sistemática a la obra célebre de Keynes se puede encontrar en el libro de Juan Ramón Rallo, *Los errores de la vieja economía* (2012), Unión Editorial.

10. En numerosas ocasiones se identifica a la corriente de los Nuevos Macroeconomistas Clásicos como la única alternati-

va existente al Keynesianismo, al ser los primeros defensores del libre mercado y la reducción del peso del Estado en la economía. Sin embargo, creemos que a efectos de la discusión del papel de la política fiscal en la Gran Recesión, es más interesante trazar la distinción entre keynesianos y Austriacos.



**Estados Unidos** Una vez que la política monetaria falló como palanca para lograr un relanzamiento del endeudamiento privado —que diera una apariencia de crecimiento—, en los primeros años de crisis tanto la Administración Bush como la de Obama llevaron a cabo distintos planes que, en esencia, perseguían sostener o estimular directamente el gasto agregado de la economía, bien a través de aumentos del gasto público o de reducciones temporales de impuestos.

Primero fue George W. Bush al final de su mandato en 2008, cuando aprobó tanto una devolución de impuestos a familias y empresas, así como diversos subsidios orientados a ayudar a la industria automovilística y evitar una gran caída en el empleo de este sector. Una de éstas fue el programa público *Cash for Clunkers* (dinero a cambio de chatarra), que perseguía animar las ventas y renovar el parque automovilístico estadounidense con coches más eficientes y menos contaminantes mediante subvenciones y facilidades temporales de compra de automóviles.

Sin embargo, más importante cuantitativamente fue el plan de rescate financiero de finales de 2008 de grandes compañías del sector, como General Motors o Chrysler, por el que se dedicaron fondos del ya aprobado TARP (el capital con el que supuestamente se debía rescatar a la banca). Estas compañías se encontraban en una situación crítica debido a sus problemas de gestión y al desplome de la demanda inflada por las facilidades crediticias del periodo de auge económico. Cuando el mercado les denegó la financiación a tipos de interés asequibles y además sus clientes dejaron de querer endeudarse para continuar adquiriendo automóviles, fue el Gobierno norteamericano el que entró en escena refinanciando su deuda y evitando así su suspensión de pagos y posterior quiebra.

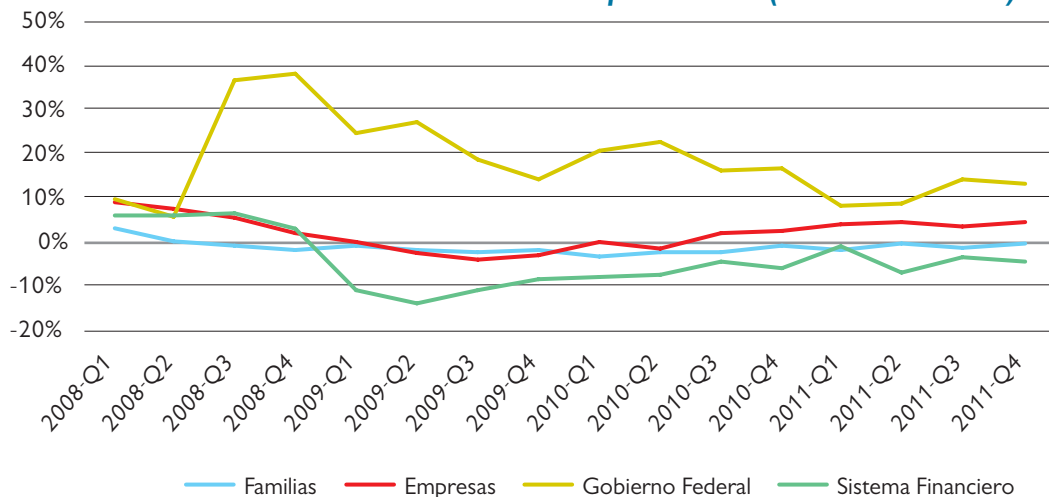
En segundo lugar, como complemento a las medidas de estímulo aprobadas en 2008, el nuevo presidente Barack Obama aprobó un nuevo plan destinado a frenar los impagos hipotecarios denominado *Homeowners Affordability and Stability Plan*, que también haría uso de fondos del TARP. Este plan permitió a una parte de los hipotecados refinanciar sus hipotecas a tipos de interés más bajos. Para aquellos que no pudiesen pagar su hipoteca, se emplearon 75.000 millones de dólares para facilitar sus condiciones de pago. Y además, se continuó capitalizando a Fannie Mae y Freddie Mac con 200.000 millones para estimular el mercado inmobiliario.

Por último, pero más importante, el 19 de febrero Obama firmó la *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), un paquete de estímulo típicamente keynesiano dotado con 787.000 millones de dólares. Éste tenía el objetivo de incrementar la demanda agregada de la economía mediante recortes de impuestos y aumentos del gasto, principalmente dirigido hacia infraestructuras.

Así, el plan destinaba 288.000 millones de dólares a recortes de impuestos (237.000 millones para las familias y 51.000 para las empresas), la mayoría de los cuales —116.000 millones— eran una devolución fiscal similar a la aprobada por Bush un año antes. La otra parte del paquete, centrada esencialmente en el gasto público, contenía partidas dirigidas a incrementar el gasto en sanidad, educación, infraestructuras y otros sectores.

La consecuencia más palpable de todas estas medidas fue el sustancial incremento en el déficit y la deuda pública, en un momento en el que el sector privado, especialmente el sector financiero, trataba de ajustarse mediante el desapalancamiento.

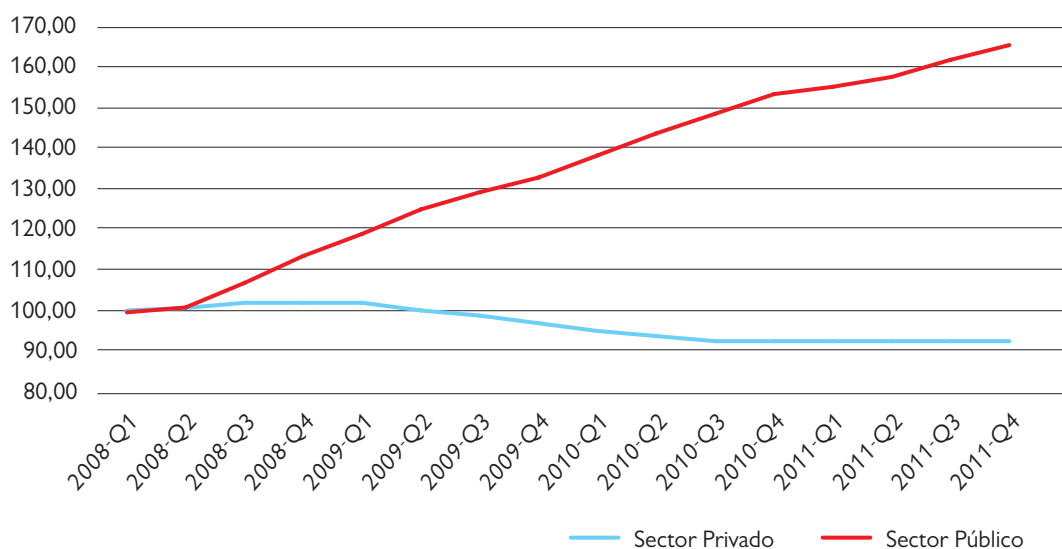
**FIGURA 6: Crecimiento del endeudamiento por sectores (tasas interanuales)**



FUENTE: Flow of Funds de la FED (8 de marzo de 2012)

El contraste en la evolución del endeudamiento de los agentes privados, frente a los públicos, ha sido notable desde 2008. Así se manifiesta el intento de éstos últimos (particularmente del gobierno federal) de reemplazar a un sector privado que necesitaba reajustarse, mejorar sus posiciones de liquidez, mediante la reducción de deuda.

**FIGURA 7: Evolución del endeudamiento, sector privado vs. público (2008Q1=100)**



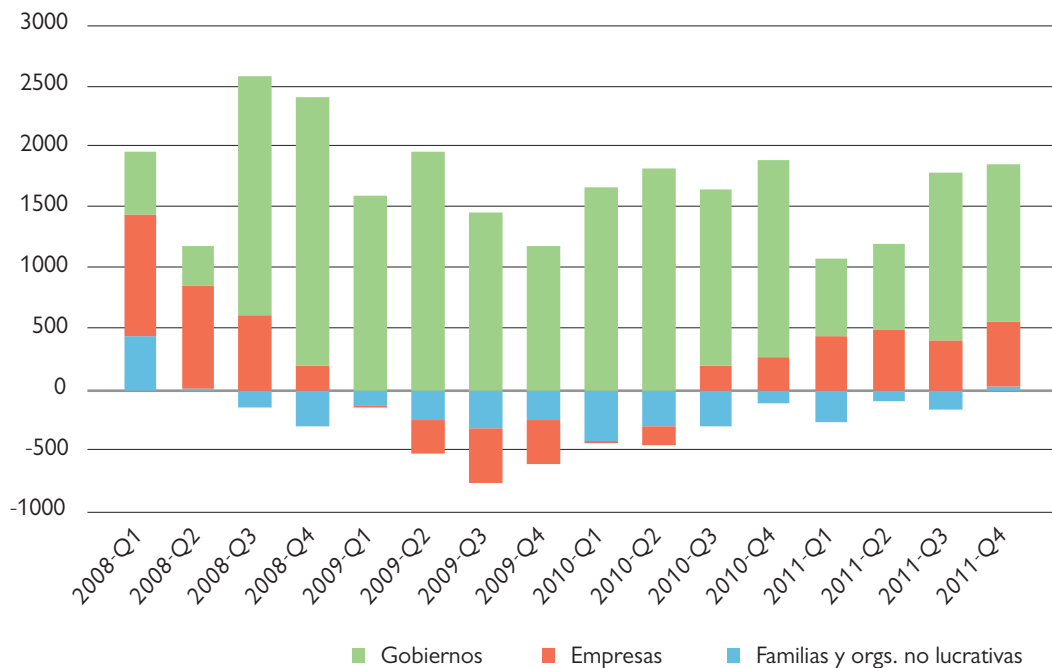
FUENTE: Flow of Funds de la FED (8 de marzo de 2012)

Además, como ya hemos visto, este espectacular incremento de la deuda ha necesitado de creciente financiación, que en buena parte ha sido absorbida por la Reserva Federal en sus programas de *quantitative easing* (flexibilización cuantitativa).

Este enorme endeudamiento público ha supuesto un importante freno al desaplancamiento de la economía estadounidense en su conjunto. De no haber sido por aquél (además de las actuaciones de la Reserva Federal comprando deuda pública y manteniendo sus tipos de interés en niveles mínimos durante este período), la reducción de la deuda habría sido mucho mayor.

A causa del sector público, en ningún trimestre desde 2008 se redujo el endeudamiento agregado del sector doméstico no financiero. Mientras en 2009 y primera mitad de 2010 tanto familias como empresas se desendeudaban, los gobiernos (federal y regionales) acumulaban grandes cantidades de nueva deuda.

**FIGURA 8: Flujos de endeudamiento en el sector doméstico no financiero, por subsectores**



FUENTE: Flow of Funds de la FED (8 de marzo de 2012)

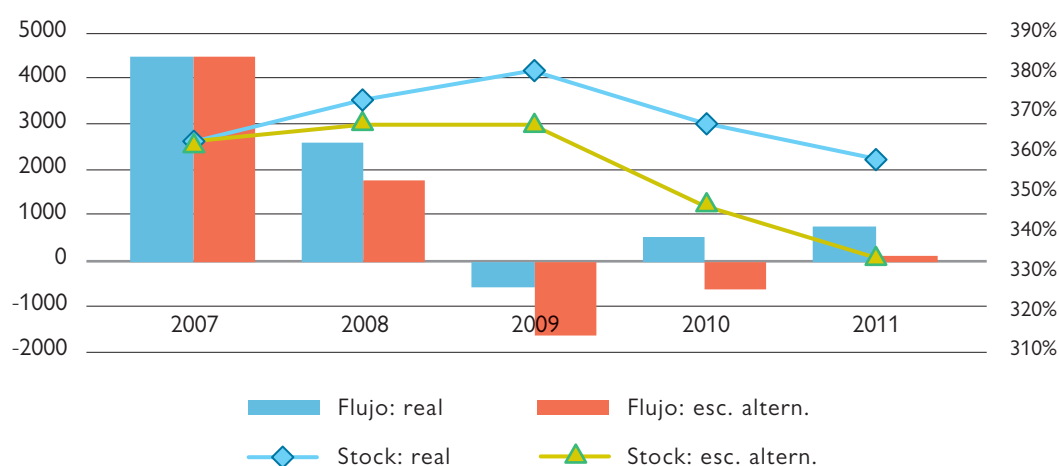
Esto puede verse con mayor claridad si realizamos un sencillo ejercicio: ¿qué hubiera pasado con el endeudamiento total de la economía estadounidense si el gobierno federal se hubiera endeudado desde 2008 a un ritmo considerablemente menor?

Consideramos un escenario alternativo en el que en cada uno de los años entre 2008 y 2011 el endeudamiento del gobierno federal crece al nivel de 2003, que fue el más alto desde finales de los 90 (casi 400.000 millones de dólares, un 68% más que en 2007,

pero tres veces menos que en 2008). De haber seguido esta senda de endeudamiento el gobierno federal —permaneciendo todo lo demás constante—, la deuda total habría pasado, del 363% del PIB en el año 2007, al 334% a final del 2011, en lugar del 359% actual<sup>11</sup>.

En el siguiente gráfico se muestran ambos escenarios, el real y el alternativo: en barras los flujos de endeudamiento (eje izquierda) y en líneas el stock de la deuda total sobre el PIB (eje derecha).

**FIGURA 9: Evolución del endeudamiento: real vs. escenario alternativo**  
(eje izquierda en miles de millones de dólares, eje derecha en % del PIB)



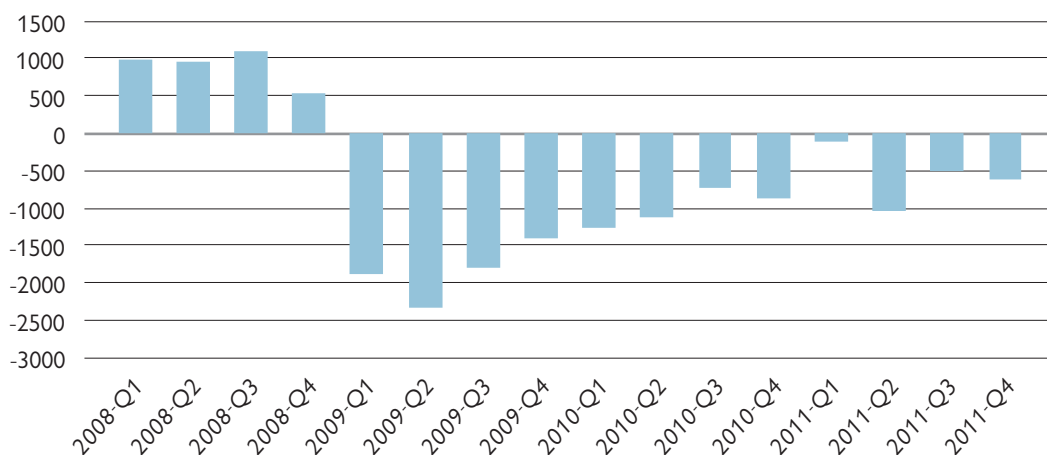
FUENTE: Flow of Funds de la FED (8 de Marzo, 2012)

Respecto a esta sustitución del decreciente nivel de deuda privada por el creciente apalancamiento público, debe añadirse una cuestión cualitativa. Y es que, la reacción de los agentes privados a partir de finales de 2008 no consistió solo en reducir la *cantidad* de la deuda, sino también en mejorar su *calidad* mediante la liquidación de la deuda que financiaba actividades de peor rendimiento. Sin embargo, el masivo endeudamiento público —con proyectos de una rentabilidad económica muy dudosa— lo que hace es actuar en contra de este proceso de mejora de la calidad de la deuda liderado por el desapalancamiento privado.

Más allá del comportamiento del gobierno, entre los distintos sectores de la economía norteamericana, ha sido el sistema financiero el que más ha reducido su deuda, manifestando el pinchazo de su burbuja y la adaptación a nuevas circunstancias.

**11.** Obviamente, en la realidad este distinto comportamiento hubiera generado distintos efectos en otras variables, por lo que este ejercicio es simplemente a título ilustrativo.

**FIGURA 10: Flujos de endeudamiento en el sector financiero**



FUENTE: Flow of Funds de la FED (8 de Marzo, 2012)

### Impacto sobre el empleo

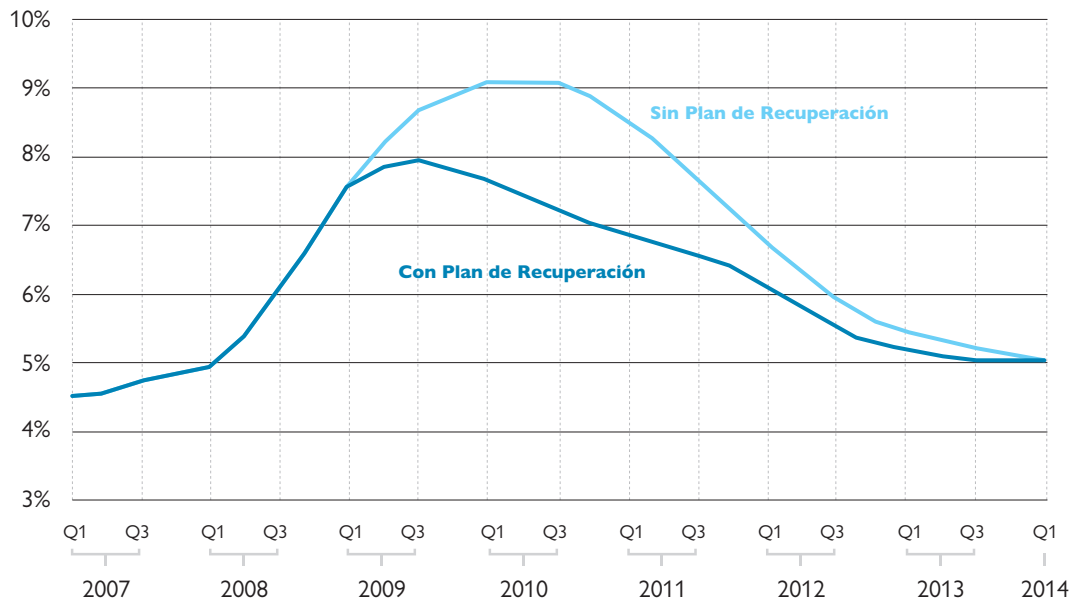
El principal argumento lanzado por la Administración Obama de cara a aprobar el principal paquete de estímulo fiscal, la Ley de Recuperación y Reinversión Americana (ARRA), fue el de impulsar la creación de empleo.

Según el estudio de los asesores de Obama, Christina Romer y Jared Bernstein, sobre el impacto en el empleo del plan de estímulo de Obama, éste iba a generar más de 3.500.000 de empleos antes de final de 2010<sup>12</sup>. Aunque se afirmaba que iba a servir de estímulo para todos los sectores de la economía, señalaron la industria manufacturera y de la construcción como aquellas que experimentarían un crecimiento del empleo particularmente fuerte bajo el paquete de estímulos. También se decía que “más del 90% de los empleos creados probablemente estén en el sector privado”.

Como resumen de sus cálculos, presentaron un gráfico que se ha convertido en el ejemplo más palpable del exceso de optimismo de la Administración Obama sobre los resultados de su política. El estudio previó efectos inmediatos y sustanciales del plan de estímulo sobre la tasa de desempleo. Para el escenario positivo en el que el plan fuera implementado, la tasa de paro máxima alcanzaría el 8% a mitad de 2009, para reducirse paulatinamente hasta alrededor del 6% a principios de 2012. En contraste, en el escenario negativo sin el plan de estímulo, se preveía una tasa máxima de desempleo del 9% en la primera mitad de 2010; tasa que caería por debajo del 7% a principios de 2011.

12. “The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan” (enero de 2009), Christina Romer y Jared Bernstein, *Council of Economic Advisers*.

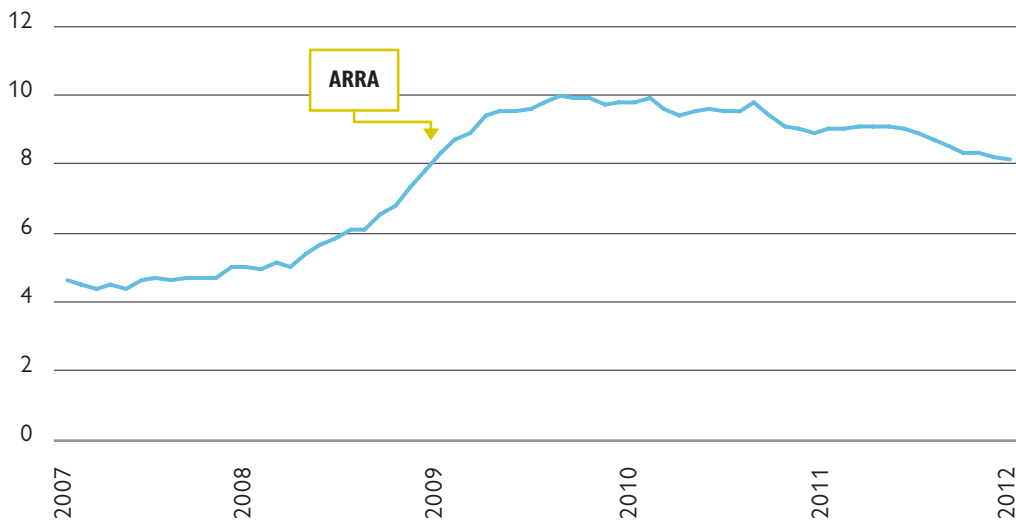
**FIGURA 11: Tasa de desempleo con y sin el Plan de Recuperación**



FUENTE: "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan"

Sin embargo, las cosas no salieron como esperaban. Tras la aprobación del plan la tasa de desempleo continuó aumentando hasta Octubre de 2009 (10,1%) y permaneció prácticamente estancada en las cercanías del 10% hasta finales de 2010, reduciéndose al 9% a comienzos de 2011.

**FIGURA 12: Tasa de desempleo en la realidad (%)**

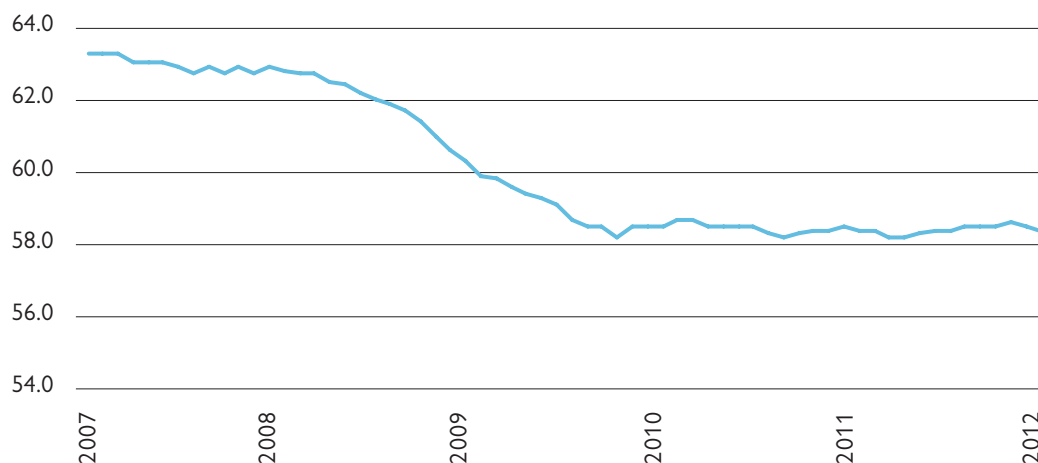


FUENTE: Bureau of Labor Statistics

La evolución de la cifra de la tasa de desempleo, ya de por sí relativamente mediocre, debe complementarse con otros indicadores, como la tasa de empleo sobre el total

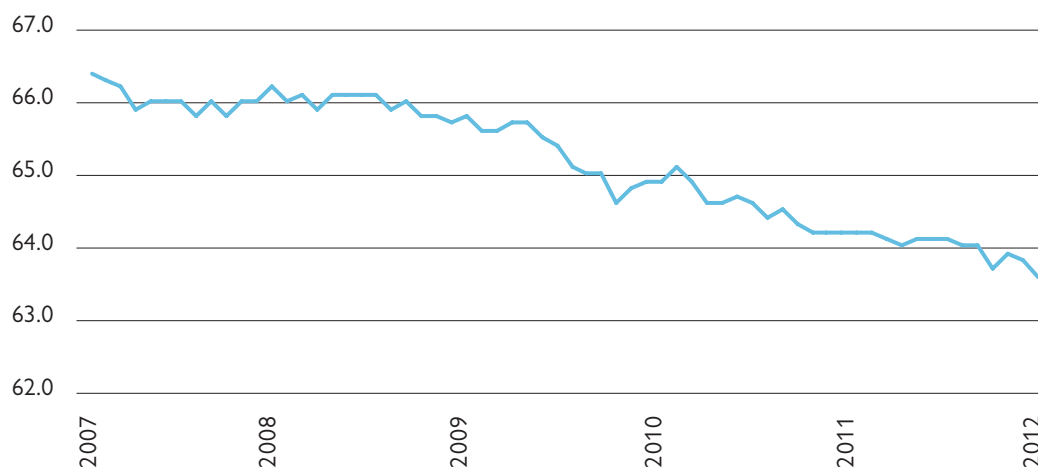
de población, prácticamente estancada desde mínimos a final de 2009. O la tasa de participación de la fuerza laboral, que ha sufrido una importante caída desde comienzos de la crisis, y no muestra señales de recuperación<sup>13</sup>. Ambos indicadores arrojan dudas adicionales sobre la mejora del mercado laboral estadounidense.

**FIGURA 13: Tasa de empleo sobre población (%)**



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

**FIGURA 14: Tasa de participación de la fuerza laboral (%)**



FUENTE: Bureau of Labor Statistics

Asimismo, el resultado en la creación de empleos en el sector privado de este periodo fue muy negativo. Por el contrario, se observa una gran divergencia en la evolución del empleo entre el sector privado y el sector público. El ajuste dramático que sufrió el mercado

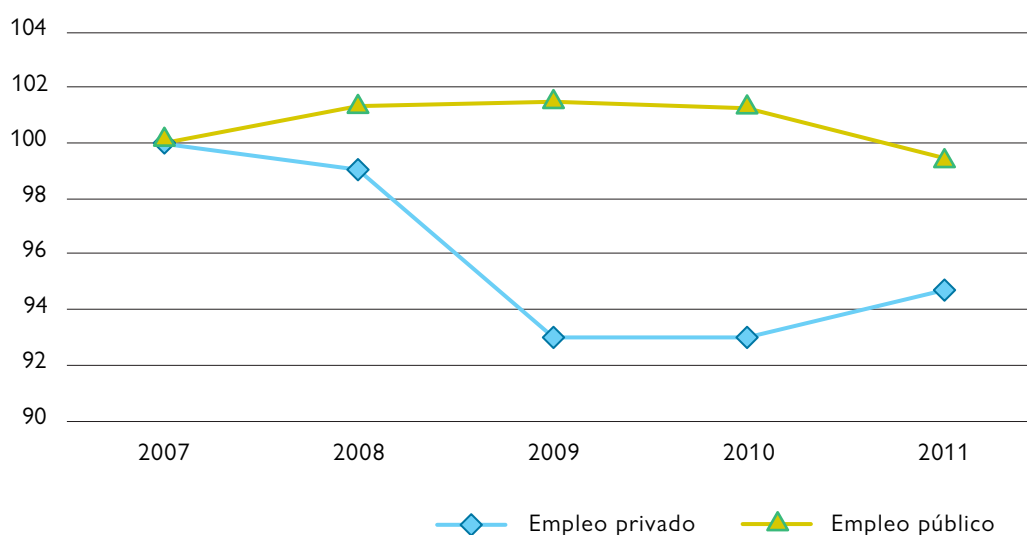
**13.** Este indicador viene de tocar máximos en el cambio de siglo, y desde entonces muestra una tendencia a la

baja, interrumpida por un ligero aumento hasta que cae con fuerza a comienzos de la Gran Recesión.

de trabajo estadounidense en 2009 fue absorbido en su plenitud por el sector privado, mientras que los empleados del gobierno incluso aumentaron ligeramente, probablemente ligados a los planes de estímulo fiscales. En 2011 la creación de empleo privado ha mostrado cierta mejoría que continúa en los primeros meses de 2012. La divergencia se reduce también por la caída en el número de empleados gubernamentales.

Según una investigación empírica acerca de los efectos sobre el empleo del ARRA, realizada a partir de encuestas a cientos de empresas, organizaciones no lucrativas y gobiernos locales que recibieron fondos del ARRA<sup>14</sup>, tan solo el 42,1% de los trabajadores contratados con estos fondos provenía del desempleo (dada la muestra considerada en el estudio). En cambio, el 47,3% provenía de estar empleado en otras organizaciones —lo que tiene el efecto de presionar al alza los salarios y a la baja los márgenes empresariales—; cosa que sucedió pese a la gran cantidad de factor trabajo ocioso, lo que evidencia las limitaciones del enfoque macroagregado detrás del estímulo de gasto.

**FIGURA 15: Divergencia en la evolución del empleo privado vs. público (2007=100)**



FUENTE: BLS

Debe mencionarse que entre finales de 2008 y comienzos de 2009 es cuando las tasas de crecimiento del endeudamiento público fueron más altas en el periodo analizado.

Por otro lado, en términos de salarios, entre 2008 y 2009 los salarios del sector privado se estancaron, mientras que los salarios de los funcionarios federales continuaron aumentando<sup>15</sup>.

15. "Overpaid Federal Workers" (febrero de 2012), Chris Edwards, Cato Institute.



### Estimaciones en defensa de los estímulos

No obstante lo anterior, desde distintas instancias se ha venido defendiendo la tesis de que el plan de estímulo de Obama fue apropiado para evitar que la evolución del empleo fuera considerablemente peor. Al no poder demostrar que el plan había generado empleo neto, se entró en un análisis contrafactual —qué habría pasado si...— cuya validez y rigor son discutibles. Así por ejemplo, la Oficina Presupuestaria del Congreso estadounidense (CBO) estimó los efectos de la ARRA sobre la actividad económica y el empleo. Según el informe de agosto de 2010<sup>16</sup>, se estimó que el plan de estímulo de Obama en el segundo trimestre de 2010 había conseguido rebajar la tasa de desempleo entre 0,7 y 1,8 puntos porcentuales, incrementando el número de empleados (o evitando su destrucción) entre 1,4 y 3,3 millones<sup>17</sup>.

El primer método de estimación que se planteaba era el de utilizar los datos de creación de empleo financiados directamente por el ARRA. Por ley se dispuso que quienes utilizaran fondos del plan de estímulo para contratar trabajadores debían registrar este número de empleos adicionales. Sin embargo, debido a los problemas evidentes del método —¿cuántos empleos dejaron de crearse o se destruyeron como consecuencia del ARRA?— lo que hacen es, dicho en términos simplificados, utilizar evidencias sobre los efectos de políticas similares de otros episodios históricos y mediante el apoyo de varios modelos matemáticos que representan las relaciones macroeconómicas, estimar los efectos actuales de los aumentos de gasto y reducción de impuestos. En resumen, se trata de extrapolar datos y correlaciones históricas para analizar las relaciones que existen hoy entre la producción, el empleo y el gasto público.

El principal problema de este método es que las evidencias de episodios pasados de estímulos públicos no son extrapolables a la realidad de 2009-2010. Básicamente porque la respuesta de la demanda a *shocks* positivos de renta (el efecto multiplicador del estímulo) puede no tener nada que ver en un periodo donde los agentes económicos están dispuestos a continuar demandando crédito y degradar su posición de liquidez, que en un periodo donde la demanda de crédito se ha colapsado y los agentes lo que tratan es de desapalancarse a marchas forzadas reconstruyendo su posición de liquidez. Lo mismo sucede, de hecho, con la política monetaria: no surtió el mismo efecto colocar los tipos de interés al 1% en 2003 que en 2009.

### El crecimiento anémico del empleo y la política fiscal

En relación a la explicación del anémico crecimiento del empleo privado se han ofrecido varias hipótesis complementarias. Por un lado, se apunta al aumento en el desempleo estructural conducido por un importante desajuste en la composición del capital

16. [“Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output From April 2010 Through June 2010”](#) (agosto de 2010), Congressional Budget Office.

17. Estos números coinciden casi exactamente con la estimación que en este estudio se hizo del conjunto del año 2010.

humano entre demandantes y oferentes de empleo. De ser esta hipótesis cierta, la economía estadounidense debería cambiar sus patrones de especialización productiva, evidenciando que una parte importante de los trabajadores y de los bienes de capital no están adaptados para satisfacer las nuevas demandas. Por tanto, éstos requerirían un tiempo de reconversión y reciclaje durante el cual no podrían ser empleados productivamente salvo a cambio de remuneraciones muy bajas.

Ante este problema los estímulos fiscales no parecen soluciones efectivas, ya sea porque el mayor gasto público no consigue ajustar las destrezas de los trabajadores a lo que demandan los empresarios, o porque estas medidas no generan las bases del crecimiento económico de largo plazo. En todo caso, sólo consiguen mantener empleados a los factores productivos en unos negocios que, lejos de generar valor, lo destruyen (el coste de oportunidad de los recursos empleados supera la utilidad para los consumidores finales que generan).

Tengamos presente la necesidad de la economía (y por ende, del empleo) estadounidense de reajustarse en términos microeconómicos tras las distorsiones productivas generadas en la etapa de auge. Unos sectores, como la construcción, se contraen rápidamente para dar paso —liberando factores productivos como el trabajo— a otros como el de las materias primas. Así es que, aquellos sectores que más empleo destruyen, donde el gobierno tiene más margen de intervención para parar la sangría laboral, son en términos generales los que más necesitan el ajuste.

Otra de las hipótesis aducida acerca del comportamiento del empleo es la elevada incertidumbre que viven los empresarios e inversores, debida principalmente al activismo intervencionista del Gobierno en numerosos frentes —como la posible introducción de novedades en el sistema impositivo para la reducción del abultado déficit, las exacciones potenciales sobre los negocios que pueden suponer nuevas regulaciones medioambientales y energéticas, además de los inciertos efectos de la ambiciosa reforma sanitaria, o de la nueva supervisión y marco regulatorio del sistema financiero americano.

Además, pensemos en que el mismo estímulo de gasto público (o de expansión monetaria) supone una inyección de fondos temporal que puede tener el efecto de aumentar determinadas demandas. Los empresarios, en un contexto de estímulos de corto plazo, pueden no saber si el incremento de la demanda que experimentan sus negocios se debe a un incremento “real” de la demanda o simplemente algo inducido por la política fiscal (o monetaria), que acabaría en el momento de poner fin al estímulo.

Todas estas incertidumbres suponen adicionales obstáculos sobre el cálculo económico a largo plazo de los empresarios, necesario para llevar a cabo inversiones rentables. Así, éstos además de tener en cuenta la inherente incertidumbre del mercado, tienen que considerar los inciertos efectos de unas medidas del Gobierno también inciertas.

En definitiva, en el mejor de los casos los planes de estímulo de la demanda agregada han tenido un efecto prácticamente nulo tanto a la hora de favorecer la recuperación de la actividad económica como de impulsar la creación de empleo hacia sendas sostenibles.

En el peor y más probable de los casos, estas políticas han sido contraproducentes en varios sentidos. Primero, han añadido una montaña adicional de deuda a la economía estadounidense, jugando en contra del proceso de desapalancamiento que habían iniciado los agentes económicos privados en su necesaria búsqueda por mejorar sus posiciones de liquidez. Esto tiene el efecto de desviar gran cantidad de fondos de ahorros disponibles —o bien son creados por la Reserva Federal— a financiar al sector público, cuando podrían haber ido a repagar las deudas y acelerar el proceso de desapalancamiento, a facilitar la reestructuración de industrias hacia actividades rentables —como pueden ser en estos momentos las relacionadas con las materias primas— o a expandir nuevos negocios<sup>18</sup>.

Relacionado con esto, las medidas tomadas para sostener y/o impulsar al sector inmobiliario y automovilístico obstaculizaron y retrasaron parcialmente el reajuste en estos sectores. Evitaron la liquidación y quiebra de compañías que se habían sobredimensionado y acometido masivas malas inversiones durante la etapa de auge económico. Con ello se contribuyó a retener recursos productivos (capital y trabajo) que podrían haberse dirigido a usos relativamente más valiosos.

Además, los planes de estímulo y la discrecionalidad que llevan asociada, han podido llevar a una mayor desconfianza e incertidumbre hacia el futuro por parte de empresarios e inversores. Parece bastante lógico que éstos se hayan mantenido más cautos a la hora de dedicar su capital a proyectos productivos al no prever con facilidad el marco regulatorio e impositivo del futuro que afectará a su función de costes.

Por último, los planes de estímulo sí han tenido el efecto de aumentar el tamaño, peso y alcance del Gobierno estadounidense sobre su economía, como queda reflejado superficialmente en los distintos indicadores de déficit, deuda y gasto público.

**18.** Esto es especialmente perjudicial cuando el dinero público se despilfarran en proyectos carentes de sentido económico o va hacia aquellos más cercanos al poder político. A modo anecdótico, en este sentido un [informe](#) del senador estadounidense Tom Coburn

en junio de 2009 (fecha en la que se había gastado una ínfima proporción del presupuesto) hizo un listado de 100 proyectos financiados por el ARRA de muy dudosa rentabilidad, valorados en 5.500 millones de dólares.

**España** La estrategia fiscal de España ante la crisis ha tenido una considerable similitud con la seguida por Estados Unidos, salvando las enormes distancias que separan a ambas economías y la magnitud de la respuesta. Ambos países implementaron, a la altura de 2008/2009, importantes paquetes de estímulo gubernamental con el objetivo de sostener la caída y/o impulsar la recuperación del empleo y del crecimiento económico mediante el recurso al déficit fiscal (ya sea mediante aumento del gasto público o la reducción temporal de cargas impositivas).

En el caso español, el Gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero implementó en 2008 y 2009 las diversas medidas enmarcadas dentro del Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo (Plan E). Tal y como lo definió el sitio web oficial, consistió en “un plan integral de más de 100 medidas de política económica, con una importante movilización de recursos públicos para ayudar a ciudadanos, empresas y trabajadores autónomos a afrontar los momentos más duros de la crisis económica”<sup>19</sup>.

Mostrando una descripción de la realidad de la economía española un tanto positiva, señalaban que “La economía española salía de la recesión en el primer trimestre de 2010 y creaba empleo en el segundo trimestre por primera vez en casi 2 años. Una vez frenado el impacto de la crisis financiera en la economía real, a través del conjunto de medidas que configuraron el Plan E [...]”. Por lo que, según el propio Gobierno, el Plan E consiguió sacar a la economía de la contracción de la actividad económica y llevarla hacia la creación de empleo en el periodo mencionado.

Las patas más importantes sobre las que se basó el estímulo fiscal español fueron las siguientes, tal y como se recogían en el sitio web oficial:

1. Medidas directas para la creación de empleo, enmarcadas en el Fondo Estatal de Inversión Local (FEIL), con un importe de 8.000 millones de euros, y el Fondo Especial para la Dinamización de la Economía y el Empleo, de 3.000. En total suman 11.000 millones de euros.
2. Apoyo a la obra pública: recogido en los dos Fondos anteriores, más la dotación recogida en los Presupuestos del Estado supuso una inversión superior a los 33.000 millones de euros en 2009.
3. Medidas de apoyo directo a las familias para aumentar su renta disponible. En conjunto, se destinó un impulso fiscal total de 14.000 millones de euros entre 2008 y 2009. Además de las medidas de “protección social” como las prestaciones por desempleo, el aumento en las pensiones mínimas o en las becas, se aplicaron otras relacionadas al mercado inmobiliario. Por ejemplo, se permitió que aquellas familias que perdieron su empleo la pudieran posponer el pago de su hipoteca durante los dos años siguientes.

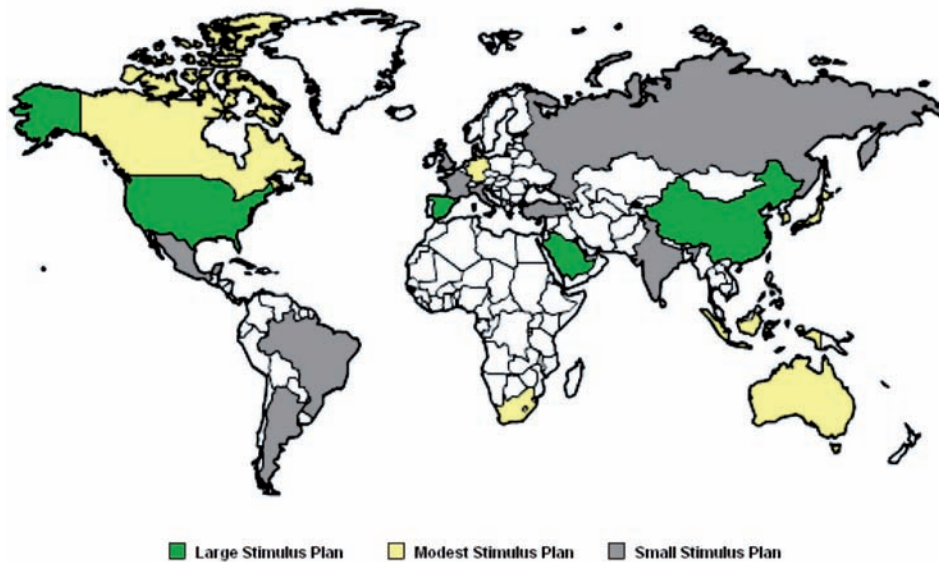
19. La información sobre la que se basa la primera parte de este apartado está recogida [aquí](#). No obstante, las citas provienen del sitio web oficial del Plan E, que

ahora permanece inaccesible. Se accedió a ellas en abril de 2011.

En conjunto, todas estas medidas equivalieron a un estímulo fiscal discrecional en 2009 cercano al 2,3% del PIB, el más elevado de la Unión Europea y uno de los más significativos entre los países OCDE, sólo superado por EEUU entre las grandes economías mundiales. A ello se añade el mecanismo de los estabilizadores automáticos, especialmente intenso en las prestaciones por desempleo, y que supusieron en España un 4,9% del PIB (53.000 millones de euros), frente al 3,3% en la UE-27. Además, según la misma fuente, el coste estimado de las medidas discretionales en 2008 fue del 1,9% del PIB.

Cálculos alternativos apuntan en la misma dirección: el estímulo fiscal aprobado por España fue considerablemente grande en términos comparados. El siguiente mapa elaborado por la Brookings Institution refleja claramente este hecho, donde el tamaño del estímulo de España es solo comparado con el de los Estados Unidos, Arabia Saudí y China.

**FIGURA 16: Comparativa del tamaño de los estímulos fiscales**



FUENTE: “[Understanding the G-20 Economic Stimulus Plans](#)” (marzo de 2009), Brookings Institution

### **El impacto del estímulo fiscal sobre las finanzas públicas**

Todas estas actuaciones por la vía del gasto, tanto las discretionales como las debidas a los estabilizadores automáticos, junto con el desplome de los ingresos públicos, desembocaron en el sobresaliente descuadre de las cuentas públicas españolas que ya esbozamos gráficamente en la panorámica<sup>20</sup>.

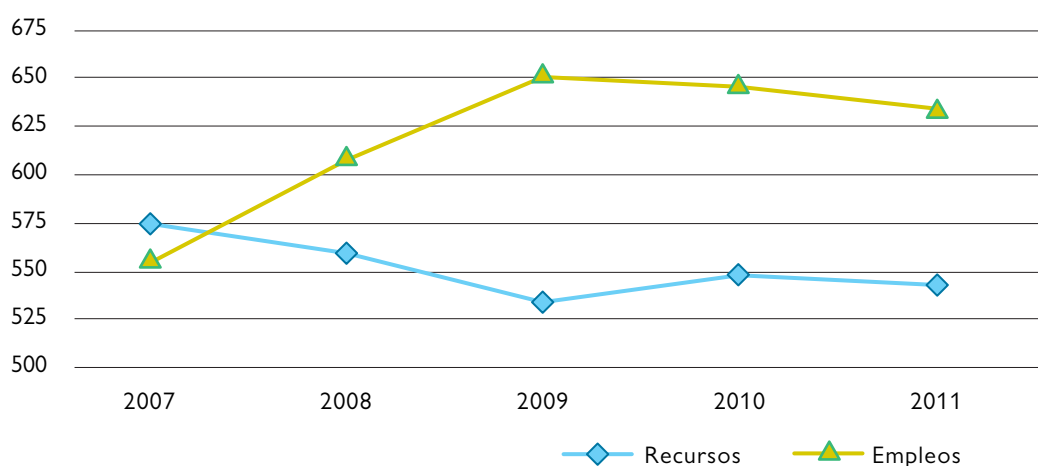
En cifras, la evolución de este descuadre fue la siguiente: el conjunto de las Administraciones Públicas españolas gastaron en 2007 un 3,5% menos de lo que ingresaron acumulando un superávit. Con la llegada de la crisis, en 2008 los gastos se dispararon,

**20.** Sobre la caída de los ingresos públicos en los primeros años de crisis, puede consultarse el informe [“La falacia de los impuestos bajos en España: Estudio comparado](#)

[de fiscalidad”](#) (diciembre de 2010), Instituto Juan de Mariana.

siendo un 8,7% mayor que los ingresos. La situación empeoró considerablemente en 2009, donde el descuadre alcanzó el 22%, es decir, se gastó un 22% más de lo que se ingresó. El año siguiente experimentó una ligera mejora, reduciéndose este desequilibrio al 18%. Pese a la tan cacareada “austeridad fiscal”, este agujero apenas se reduce hasta el 16,8% en 2011, que equivale a más de 91.000 millones de euros.

**FIGURA 17: Recursos y Empleos de las AAPP (miles de millones de euros)**

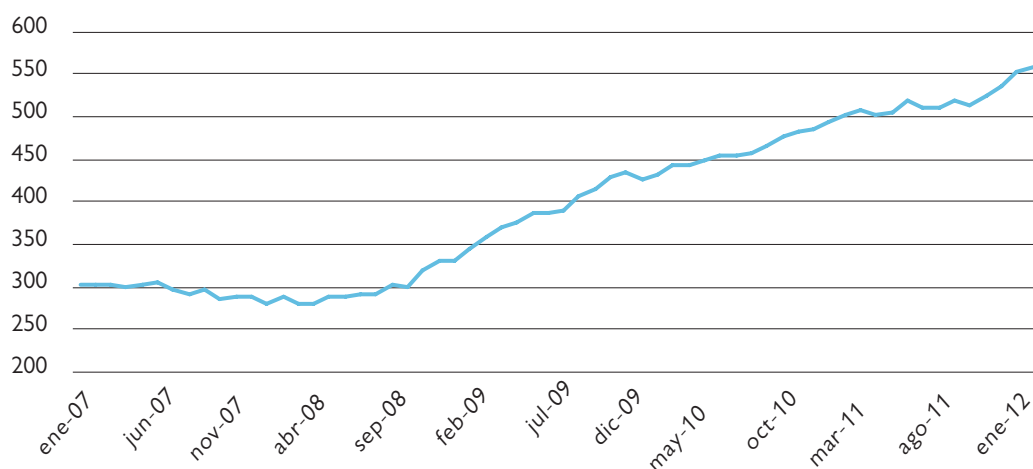


FUENTE: Banco de España

Asimismo, el cambio en la configuración territorial del déficit público merece atención: si en 2009 el 83,7% del total del déficit de las AAPP españolas se debía a la Administración Central del Estado, en 2011 fue de tan solo el 34,7%. En cambio, el peso del déficit de las CCAA sobre el conjunto de las AAPP ascendió del 18,2% en 2009 al 55,2 en 2011.

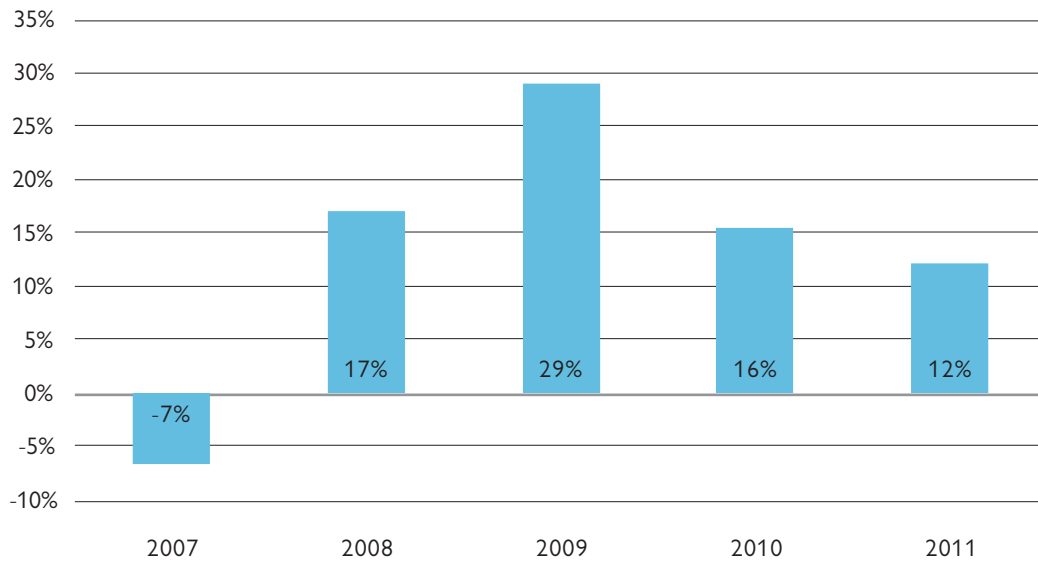
En términos de deuda, como resultado de este descuadre se dispararon las exigencias de financiación y stock de endeudamiento del Estado:

**FIGURA 18: Deuda del Estado, según el PDE (miles de millones de euros)**



FUENTE: Banco de España

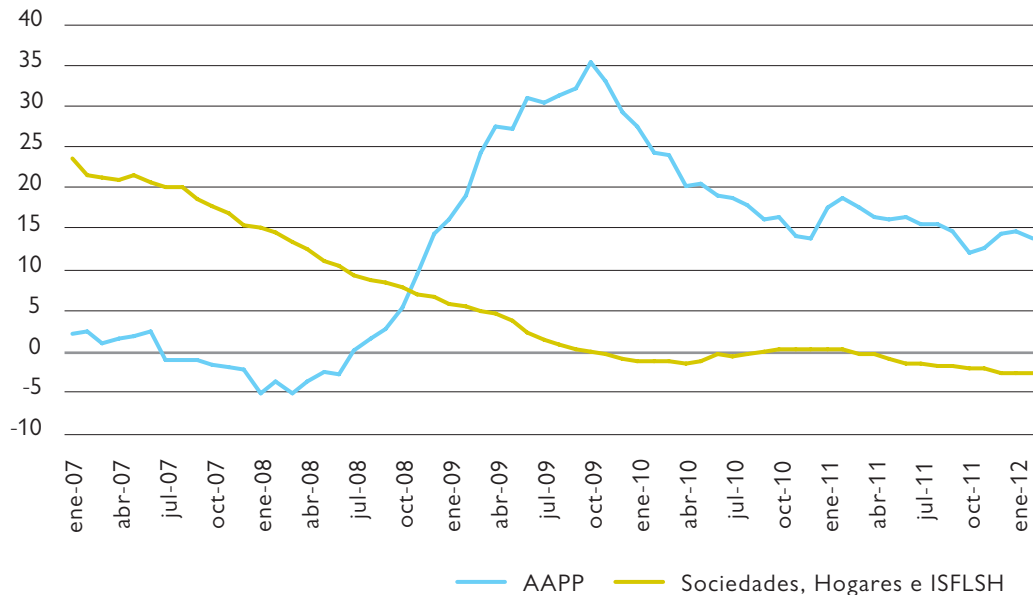
**FIGURA 19: Tasas de variación anuales de la deuda del Estado**



FUENTE: Banco de España

Merece la pena contrastar la evolución de la financiación a las Administraciones Públicas, con la financiación a los sectores no financieros de la economía privada.

**FIGURA 20: Financiación a sectores no financieros (tasa de variación interanual)**

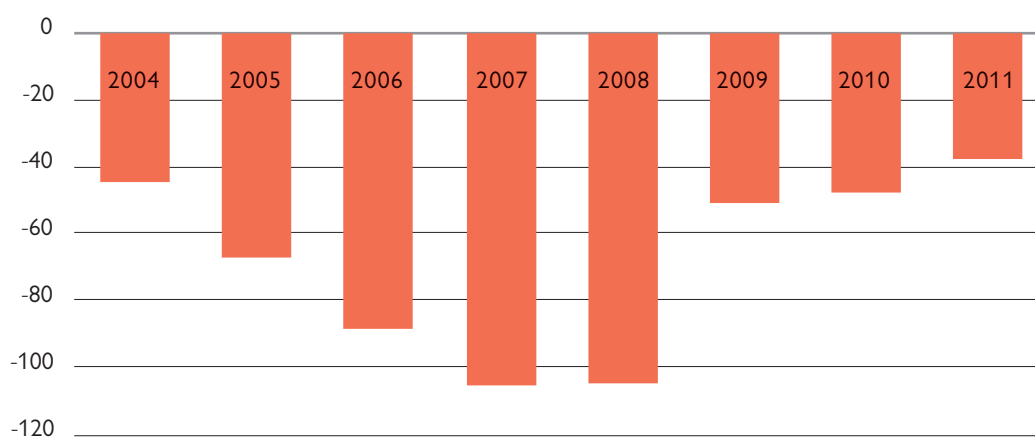


FUENTE: Banco de España

## La economía española frente al exterior y el estímulo

Por supuesto, no debemos olvidarnos del problema exterior de la economía española, reflejo de la evolución del último ciclo. La fase de auge trajo consigo fuertes aumentos del déficit por cuenta corriente, en un contexto de gran expansión de la demanda interna sustentada en el crédito barato, particularmente en el endeudamiento con el exterior. 2007 marcó un punto de inflexión en este deterioro de la balanza por cuenta corriente, pero el gran ajuste no llegó hasta 2009, año en el que el déficit exterior se redujo de alrededor del 10% del PIB hasta algo más del 5%. Desde entonces el ajuste exterior ha continuado, aunque a una velocidad mucho más reducida. Así, el déficit en 2011 fue de 37.766 millones de euros, alrededor de un 3,5% del PIB. Esto sugiere que la economía española en su conjunto sigue viviendo por encima de sus posibilidades.

FIGURA 21: Déficit por cuenta corriente (miles de millones de euros)



FUENTE: Banco de España

No obstante, debe apuntarse que la balanza de bienes y servicios está cerca de alcanzar el equilibrio, tras sufrir un ajuste muy pronunciado desde 2007/2008 (pasando la balanza de bienes de un déficit de 91.000 millones de euros en 2007, a uno de 39.700 en 2011, con un aumento de casi el 50% en el superávit por servicios). Lo que principalmente origina el desequilibrio exterior es el pago de los intereses de la gran cantidad de deuda acumulada frente al exterior, unido a la fuerte salida de capitales netos de España, acelerada en los últimos meses<sup>21</sup>.

Como consecuencia de este persistente déficit exterior, el endeudamiento de España frente al exterior continúa aumentando, siendo fuente de preocupaciones en un contexto de recrudecimiento de la crisis de deuda soberana en Europa. En el cuarto trimestre de 2011, la deuda externa española ascendía a 1.775.187 millones de euros, cerca de un 165% del PIB español.

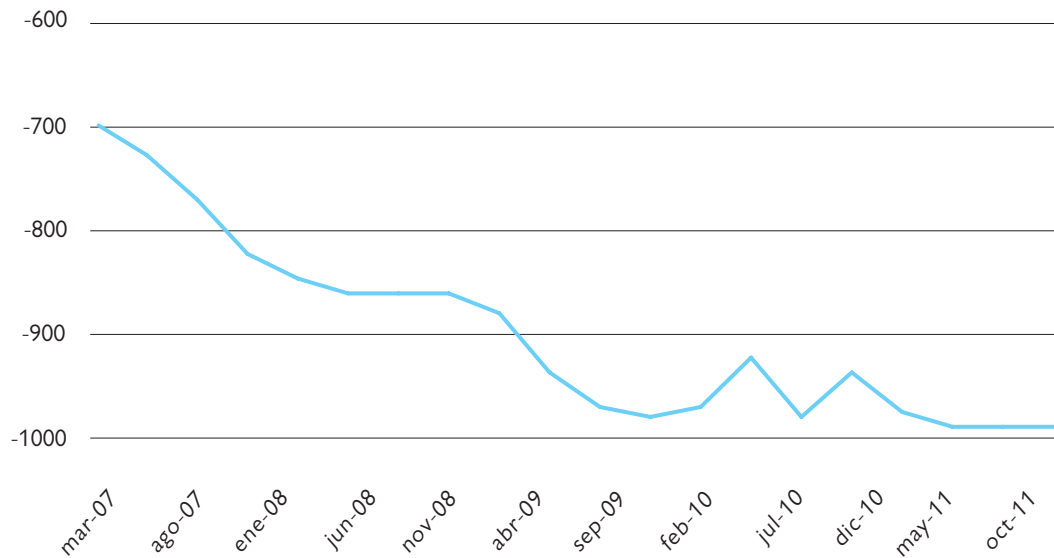
21. Véase ["Todo está en la balanza de pagos"](#) (25 de marzo de 2012), Ángel Laborda, *El País*.



Desde el primer trimestre de 2008 hasta el último de 2011, el aumento de la deuda externa (180.000 millones de euros) se ha debido, por un lado, a las Administraciones Públicas (con un aumento de 82.000 millones de euros), y más importante cuantitativamente —tras el vertiginoso incremento en la segunda mitad de 2011—, a la autoridad monetaria (173.500 millones de euros). Sin embargo, es el endeudamiento externo de las instituciones financieras monetarias el componente más abultado del total, siendo éste de más de 716.000 millones de euros en el último trimestre de 2011 —cifra que en el resto de trimestres del año ha sido considerablemente mayor—<sup>22</sup>.

En cuanto a la posición de inversión internacional neta de la economía española —activos financieros (inversiones de nuestro país en el exterior) menos pasivos (inversiones del exterior en nuestro país)— ésta supera el 92% del PIB, casi 990.000 millones de euros en el último trimestre de 2011. Tras un persistente deterioro, que viene de décadas atrás, finalmente este indicador parece estancarse en las proximidades del billón de euros deficitario.

**FIGURA 22: Posición de inversión internacional neta (miles de millones de euros)**



FUENTE: Banco de España

Todo esto sucedía cuando los agentes económicos privados (hogares y sociedades no financieras) trataban de mejorar su posición financiera, como adelantamos en la figura 17. De hecho, los hogares pasaron de necesitar financiación de forma consistente hasta 2008, a tener capacidad de financiación de forma sistemática desde entonces (con la excepción de los primeros trimestres en 2010 y 2011). Por su parte, las sociedades no financieras, de alcanzar una necesidad máxima de financiación de más de 35.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2007, entraron en superávit financiero a mitad de 2010, y así se han mantenido desde entonces. Las instituciones financieras mantuvieron en el periodo su capacidad

<sup>22</sup>. Los datos provienen del [Banco de España](#).

de financiación positiva. En contraste, el comportamiento de las Administraciones Públicas difiere radicalmente con el de la economía privada, acumulando grandes necesidades de financiación a partir de 2008. Así, el sector público es responsable de que ni en 2010 ni en 2011 la economía nacional haya podido abandonar su condición de necesitada de financiación, ahondando en los graves problemas financieros que nos acechan<sup>23</sup>.

### **Balance del paquete de estímulos español**

En gran parte, lo que dijimos acerca de los errores de la estrategia fiscal norteamericana —de incrementar dramáticamente la deuda pública— se aplican al caso español. De la misma manera, en los primeros años de la crisis se trató de solucionar un problema de excesiva (y mala) deuda de los agentes económicos privados recurriendo al endeudamiento público.

Asimismo, algunos problemas adicionales que comentamos para el caso de Estados Unidos, fueron también cometidos por la Administración española. Destaca en este sentido el plan de estímulo de la demanda de automóviles, el Plan 2000E, que es la partida más cuantiosa del citado Fondo Especial para la Dinamización de la Economía y el Empleo. Esta política, con ciertas similitudes en esencia al programa *Cash for Clunkers* o a otras medidas de estímulo temporal de la compra de vivienda en Estados Unidos, subvencionó las compras de automóviles con hasta 2.000 euros. Los resultados fueron los previstos: se disparó artificialmente la demanda de automóviles en el periodo en el que duraron estas subvenciones, para desplomarse cuando se terminaron<sup>24</sup>.

En el caso de las obras públicas municipales financiadas con el Fondo Estatal de Inversión Local (FEIL), un aspecto que se ha destacado con cierta frecuencia es el de la escasa utilidad de los proyectos emprendidos. Por ejemplo, se ha calculado que el coste de los llamativos carteles publicitarios del Plan E superaba en numerosas ocasiones el coste del proyecto mismo —de por sí de rentabilidad discutible—, ya fuera la reparación de aceras, construcción de centros deportivos, etcétera<sup>25</sup>. Así, difícilmente pueden ponerse las bases de una recuperación económica sostenida. Sin embargo, este hecho apenas afectaría al argumento keynesiano *más simple*, dado que éste defiende aumentos en el gasto público cualquiera sea su composición, con el fin de sostener la demanda agregada en el corto plazo<sup>26</sup>.

Por otro lado, y también al igual que en el caso de las políticas impulsadas por la Administración Obama, un efecto de estas medidas fue el de poner un freno al ajuste de precios, tanto en el sector inmobiliario como en el automovilístico, y obstaculizar el proceso de

23. Los datos provienen de las [Cuentas no financieras trimestrales de los Sectores Institucionales](#), correspondientes al cuarto trimestre de 2011, Instituto Nacional de Estadística.

24. El [Informe mensual de mayo de 2010](#) del servicio de estudios de La Caixa ya advirtió de esta situación: “Las ventas de automóviles registraron el máximo incremento interanual de la serie histórica, el 63,1% en marzo. No obstante, esto se debe en parte [...] a la anticipación para acogerse a unas ayudas del plan 2000-E limitadas”.

25. Véase [“El ‘Plan E’ de Zapatero obliga a gastar 46 millones de euros en carteles publicitarios”](#) (10 de febrero de 2009), *Expansión*.

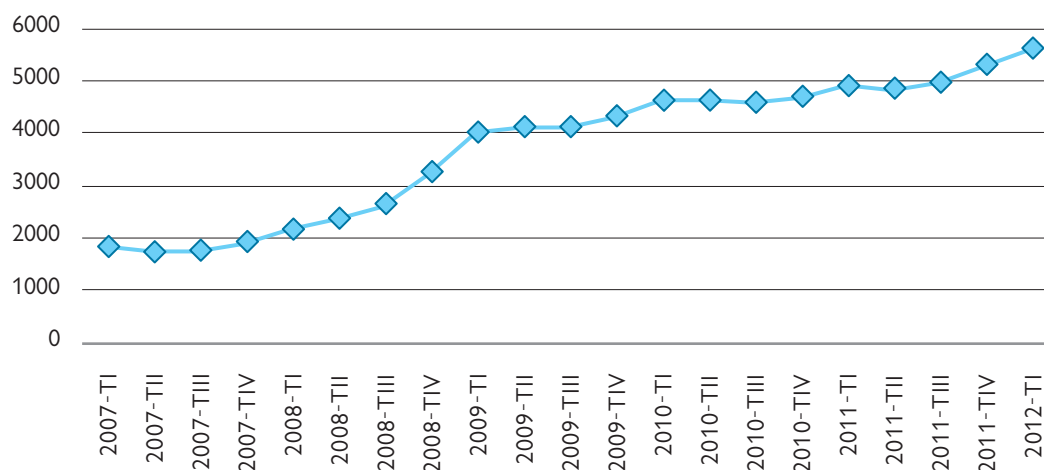
26. Brad DeLong, por ejemplo, representaría este Keynesianismo vulgar al que nos referimos, cuando [dijo](#): “At this point, anything that boosts the government’s deficit over the next two years passes the benefit-cost test—anything at all”.

desapalancamiento y reconstrucción de la liquidez que los agentes privados comenzaron. Además, los problemas de las empresas en relación a la falta o encarecimiento del crédito, podrían estar asociados al notable incremento de las exigencias de financiación del sector público (efecto *crowding-out*). En primer lugar, las entidades financieras han encontrado en la compra de deuda pública un activo relativamente seguro, con lo que podrían haber descuidado la financiación a proyectos empresariales con mayor riesgo. En segundo lugar, la desconfianza que han despertado las finanzas públicas españolas repercute negativamente a la capacidad de obtener financiación del sector privado en los mercados de capitales internacionales. Un ejemplo de ello son las rebajas de la nota de calidad de la deuda española a la que se ha visto sometida en los últimos tiempos por parte de las agencias de calificación. Y por último, se observa el fenómeno de que, al mismo tiempo que el endeudamiento público se ha incrementado con fuerza, los gobiernos autonómicos y municipales —gravemente afectados por la caída de ingresos derivada del pinchazo de la burbuja inmobiliaria y la caída de la actividad— continúan debiendo a proveedores importantes sumas de dinero, con obligaciones impagadas que ascienden a 27.000 millones de euros<sup>27</sup>.

### Mercado de trabajo

En lo que se refiere al mercado laboral, los efectos positivos netos sobre el empleo de las políticas de estímulo fueron imperceptibles. Así lo pone de manifiesto el hecho de que el número de ocupados continuó en descenso, y la tasa de paro en aumento, durante el periodo en el que se ejecutaron la mayoría de medidas de estímulo y la deuda pública se incrementó con más fuerza (finales de 2008 y 2009)<sup>28</sup>.

**FIGURA 23: Evolución del número de desempleados (miles de personas)**

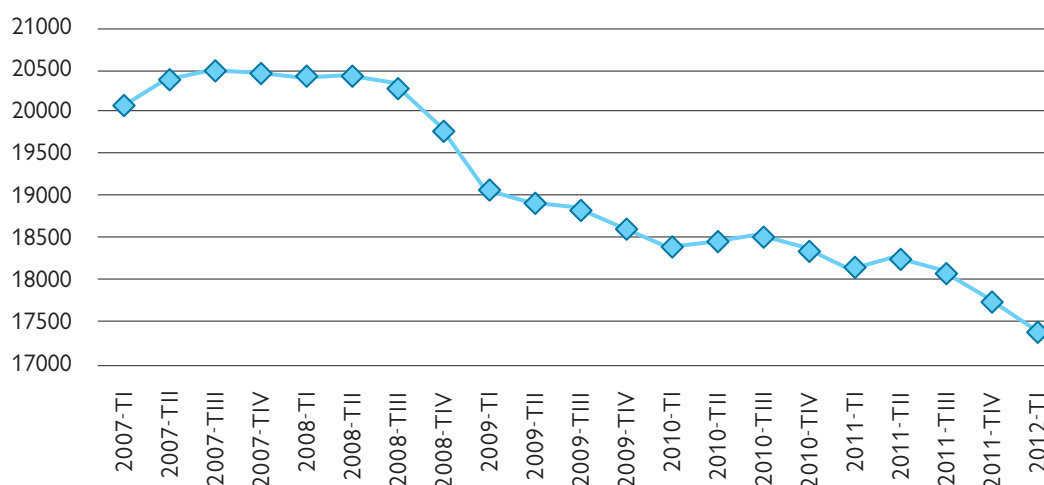


FUENTE: Encuesta de Población Activa, INE

**27.** Véase [“La deuda de las autonomías con sus proveedores suma 17.255 millones”](#) (18 de abril de 2012), *Cinco Días*.

**28.** No obstante, como se comentó para el caso de Estados Unidos, un balance del todo riguroso requeriría conocer el escenario contrafactual: ¿qué hubiera ocurrido con el empleo de no haber existido estímulos fiscales?

**FIGURA 24: Evolución del número de ocupados (miles de personas)**



FUENTE: Encuesta de Población Activa, INE

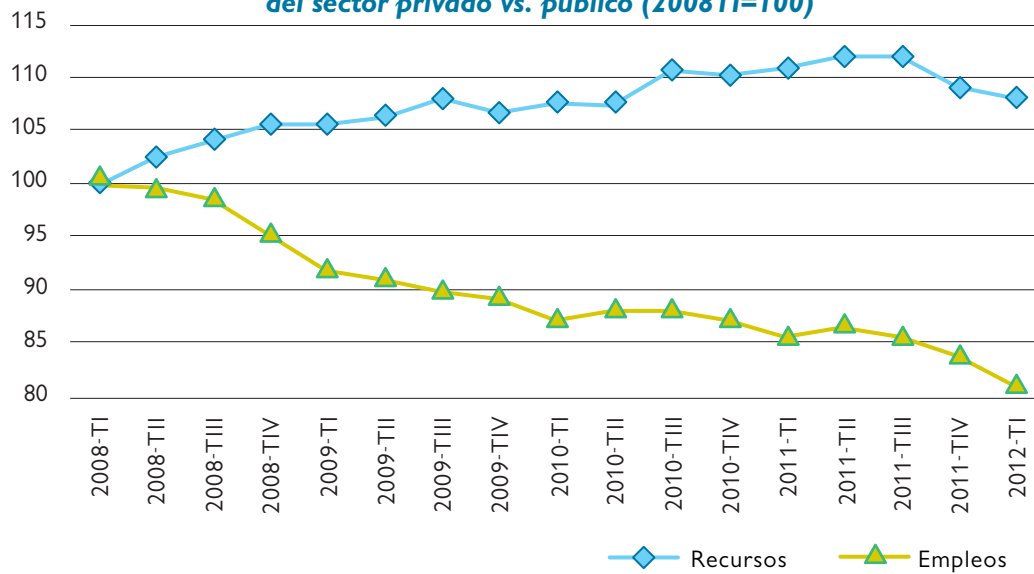
Los datos del mercado laboral español actual, no obstante, deben complementarse con el muy preocupante aumento del desempleo de larga duración. Así, mientras que en 2007 la cohorte de desempleados más grande según su duración (en términos porcentuales) era la de aquellos que han estado sin empleo entre 1 y 3 meses (el 26,3% del total de parados), en 2010 la cohorte más grande fue la de los parados de más de 2 años de duración (el 21,2 del total de parados)<sup>29</sup>. Dicho de otra manera, desde el primer trimestre de 2007 hasta el primero de 2012, los parados de más de 2 años se han multiplicado por 6,3 veces, mientras que el conjunto de los parados se ha multiplicado por más de 3 veces.

Esto tiene, obviamente, graves consecuencias en términos sociales y económicos, por su notable pérdida de capital humano. Asimismo, es un hecho que debe tenerse en cuenta para tomar decisiones en las políticas públicas destinadas a reducir el desempleo en España.

Además, como hicimos para el caso estadounidense, resulta interesante observar cómo, mientras la cantidad de empleos entre los asalariados del sector privado se ha desplomado desde mitad de 2008, las cosas han sido muy diferentes para los del sector público.

**29.** Véase [“Los desempleados de larga duración en España tras la crisis”](#) (marzo de 2011), Sara de la Rica, blog Nada es Gratis.

**FIGURA 25: Evolución del número de asalariados del sector privado vs. público (2008T1=100)**



FUENTE: Encuesta de Población Activa, INE

En términos absolutos, el sector público aumentó el número de asalariados en 230.000 personas, mientras que el privado lo redujo en más de 2.600.000 personas. La tendencia al alza en los asalariados públicos tan solo se ha comenzado a revertir a finales de 2011.

La explicación de la brutal caída en el empleo en España habría que buscarla en factores relacionados con el deficiente marco regulatorio de este país, además de en la composición del capital humano, la diferencial restricción del crédito, etc. El caso de Alemania sirve de contraste al español, siendo ilustrativa la comparación: un país que no se ha endeudado tan masivamente en los últimos años, y cuyo mercado laboral ha permanecido relativamente robusto ante la Gran Recesión.

**Alemania** Como ya pudimos observar en la panorámica a través de varios indicadores macro, la estrategia fiscal alemana ha sido diferente, aunque no ausente de medidas de estímulo. De hecho, a pesar de que en estos años el déficit del gobierno total alemán ha alcanzado un máximo de “solo” el 4,3% (en contraste con el 13% y 11,2% de Estados Unidos y España, respectivamente), ha sido el único de estos países en incrementarlo de 2009 a 2010.

En esta comparativa, debe señalarse que, a diferencia de las economías estadounidense y española, la alemana no sufrió una importante burbuja inmobiliaria ni financiera en los años anteriores a 2008. No en vano, venía de una década de cierto estancamiento, periodo en el que se tomaron algunas reformas estructurales de calado, especialmente en el mercado laboral.

Sin embargo, 2009 fue un año difícil para la economía alemana debido al desplome de sus exportaciones en el contexto de fuerte contracción de la demanda global<sup>30</sup>. Así, su tasa de crecimiento real del PIB fue del -4,7%, mientras que la de España fue del -3,7% y la de Estados Unidos de -2,6%. Además, en la crisis se revelaron importantes problemas en la banca alemana —especialmente en los bancos públicos/semipúblicos<sup>31</sup>— debidos en parte a prácticas financieras imprudentes relacionadas con el mercado *subprime* estadounidense, lo que llevó a una restricción del crédito considerable durante 2009.

Así, por ejemplo, el Bundesbank en su boletín de Noviembre de 2009 señalaba cómo “las instituciones crediticias domésticas redujeron su nivel total neto de préstamos en el tercer trimestre, principalmente en respuesta a un ambiente económico débil y una baja utilización de la capacidad, y debido en menor parte a un generalizado endurecimiento en la oferta de los estándares crediticios por parte de los bancos”<sup>32</sup>.

Tras esta abrupta caída, y pese a las elevadas incertidumbres de la Eurozona, la economía real alemana parece haberse recuperado con relativo vigor. Así, 2010 y 2011 presentaron tasas de crecimiento por encima del 3%, mientras que España tan solo creció el 0,7% en 2011 y Estados Unidos ligeramente por debajo del 2%<sup>33</sup>.

Asimismo, las restricciones del crédito se han relajado notablemente. Según el indicador de restricción del crédito que publica el Instituto Ifo alemán, éste está en la actualidad en niveles mínimos, inferiores a los de 2007. Este indicador muestra el porcentaje de empresas en la industria y el comercio que, a través de encuestas, responden que el acceso al crédito bancario está “restringido”<sup>34</sup>.

30. Sobre el desplome de las exportaciones, véase: [“Germany’s Export Champions Slammed by Economic Crisis”](#) (17 julio de 2009), *Spiegel*.

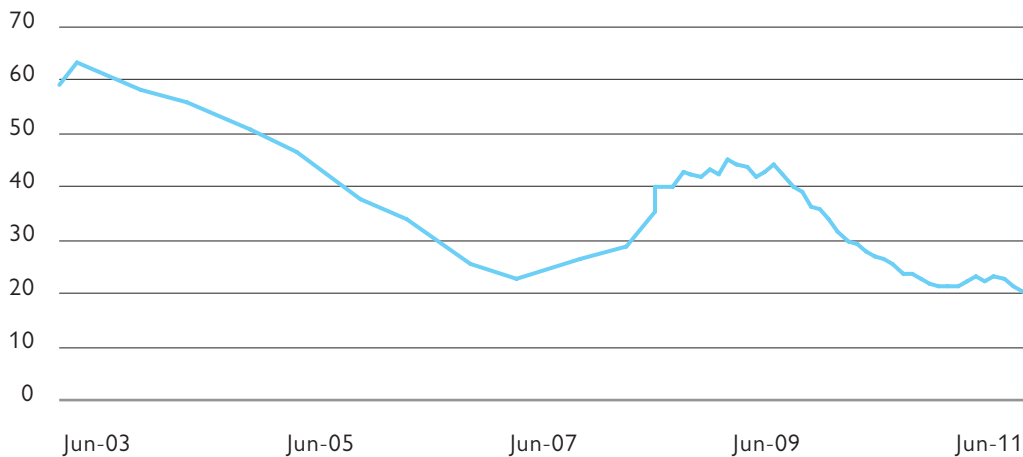
31. Véase [“Subprime Crisis and Board \(In-\)Competence: Private vs. Public Banks in Germany”](#) (mayo de 2009), Harald Mau y Marcel Thum, CESIFO Working Paper n°. 2640.

32. [Informe mensual de noviembre de 2009](#), Bundesbank, p. 9.

33. Datos del [World Economic Outlook](#), abril de 2012, Fondo Monetario Internacional.

34. [“Credit constraint indicator”](#) (abril de 2012), Ifo Business Survey.

**FIGURA 26: Indicador de restricción crediticia**



FUENTE: Ifo Business Survey

Con todo, persisten graves problemas (al menos potenciales) en su sistema bancario, principalmente por su exposición a la deuda soberana de los países europeos periféricos y al recrudecimiento de la crisis en la eurozona.

Como decíamos, a pesar de la austeridad presupuestaria relativa que ha aplicado Alemania, las políticas de estímulo no han estado ausentes. No obstante, sigue existiendo un contraste importante: Alemania presenta en 2011 un déficit del 1% sobre el PIB, mientras que España y Estados Unidos no distan mucho del 10%.

Las principales medidas tomadas por la Administración Merkel giraron en torno a varios ejes: cuantiosas ayudas en rescates al sistema bancario; subvenciones al sector del automóvil mediante un programa tipo *Cash for Clunkers*, con efectos temporales muy similares; numerosas rebajas impositivas de pequeña magnitud cada una; incremento de inversión en infraestructuras, y un plan de subvención gubernamental a la reducción de jornada laboral.

Según la estimación de Brookings Institution, todas las medidas discrecionales de estímulo planeadas alcanzaron el 3,4% del PIB alemán, de las cuales el 68% fue a través de rebajas de impuestos<sup>35</sup>. De acuerdo con el Bundesbank, el componente que afectó principalmente al incremento del déficit alemán por el lado del gasto fue el paquete de medidas tomadas para estabilizar los mercados financieros, que implicaron la adquisición en gran escala de pasivo y activos arriesgados por parte del Gobierno<sup>36</sup>.

Pero quizás la medida que ha atraído más atención ha sido la relacionada con el mercado laboral, el plan de reducción de la jornada, o *Kurzarbeit* en alemán. Según este plan, las empresas podían reducir la jornada temporalmente a sus trabajadores para reducir costes durante periodos de debilidad de la demanda. Los empresarios pagaban las horas trabajadas y el Gobierno aportaba hasta el 67% del salario restante.

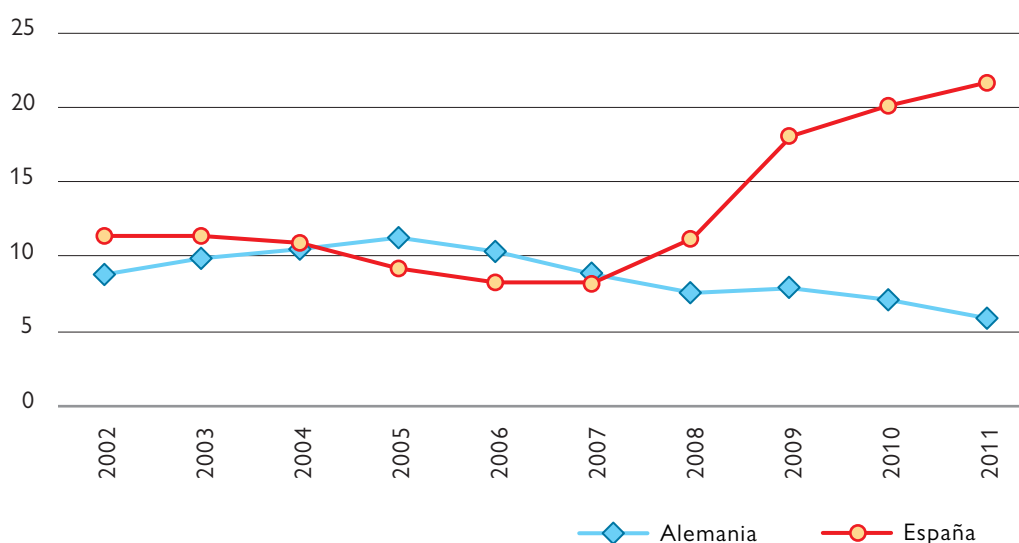
35. "Assessing the G-20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look" (marzo de 2009), Brookings Institution.

36. Informe mensual de febrero de 2011, Bundesbank, p. 10.

Desde el punto de vista del gasto público, por un lado este programa implica un desembolso público directo mediante la subvención del salario de los trabajadores. Pero por otro lado, al evitar que más personas fueran al paro —este número fue de 478.251 empleos en 2009, según la Agencia Federal del Trabajo alemana<sup>37</sup>— ha supuesto un ahorro por prestaciones de desempleo.

Desde la perspectiva del desempleo, a primera vista ha podido ser un factor que ha contribuido al excelente desempeño del empleo durante la crisis. Como se aprecia en el gráfico, en contraste con el caso español, la tasa de desempleo apenas se ha inmutado de la Gran Recesión, continuando la senda bajista iniciada en 2005 alcanzando a finales de 2010 la tasa del 5,9%<sup>38</sup>.

**FIGURA 27: Tasa de desempleo en Alemania vs. España (referencia)**



FUENTE: Eurostat

Sin embargo, por un lado esta medida no carece de problemas de ineficiencias y ralentización del proceso de reajuste de factores productivos, y por otro, es complicado discernir qué parte del buen comportamiento del empleo en Alemania se debe a este programa y qué parte se debe a su mayor flexibilidad laboral y competitividad<sup>39</sup>.

Independientemente del efecto del *Kurzarbeit*, la gran divergencia en el comportamiento del empleo en España y Alemania podría explicarse, al menos en buena parte, por los siguientes factores. En primer lugar, debe señalarse que durante la década previa a la crisis España vivió un periodo de burbuja inmobiliaria de grandes dimensiones, en

**37.** [“German Jobs ‘Miracle’ Comes at a Price for Recovering Economy”](#) (28 de julio de 2010), Bloomberg.

**38.** Detrás de esta tasa de desempleo muy baja, no obstante, hay una parte no baladí de empleo a tiempo parcial, *mini-jobs* y contratos con salarios bajos, etc.

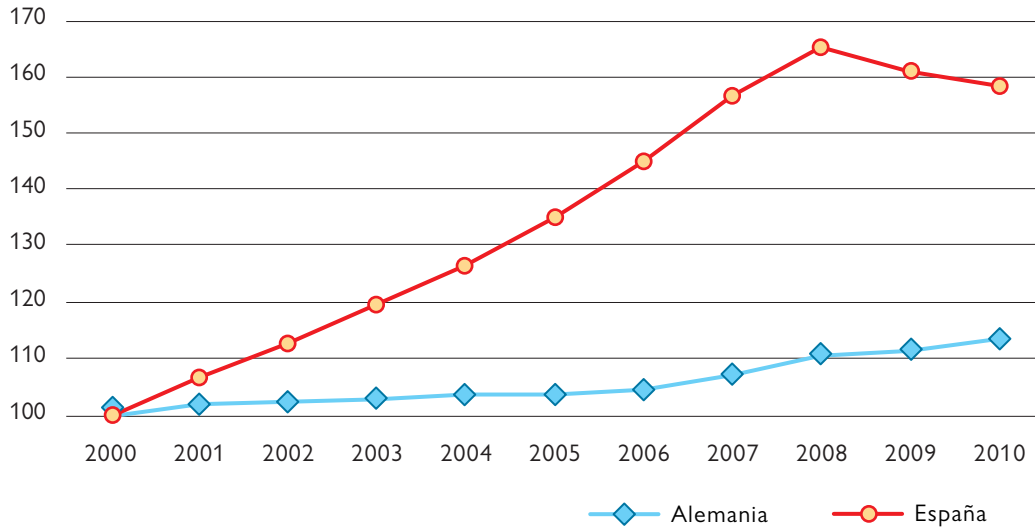
Pero ello, aunque matiza, no debe oscurecer el relativamente buen desempeño del mercado laboral alemán.

**39.** Véase [“Is short-time work a good method to keep unemployment down?”](#) (febrero de 2011), Pierre Cahuc y Stéphane Carcillo, VoxEu.org.



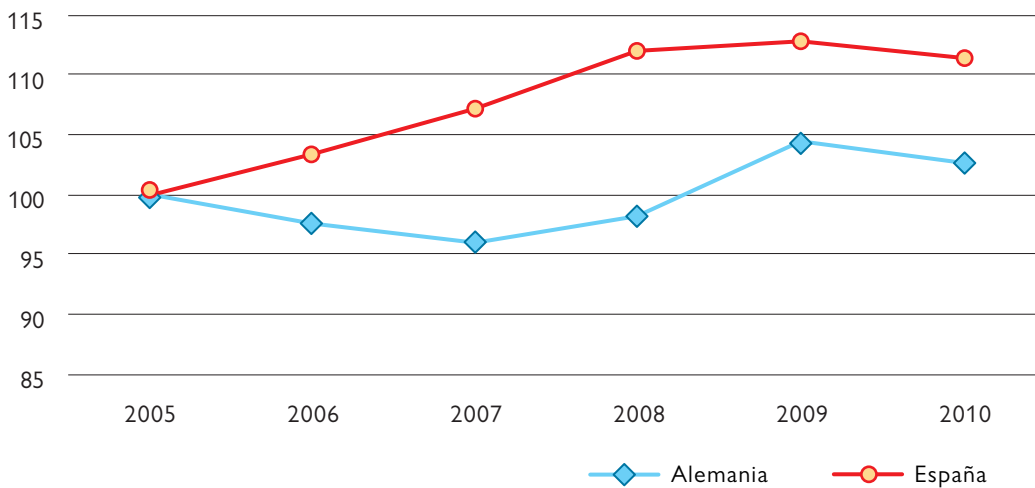
la que se creó una vasta cantidad de empleo, especialmente en el sector de la construcción y relacionados; empleos que, en una proporción considerable, tenían los días contados y dependían de la burbuja. Pero quizá más importante sea la dispar evolución de los costes laborales (totales, unitarios y reales) en los dos países<sup>40</sup>.

**FIGURA 28: Costes laborales totales, Alemania vs. España (2000=100)**



FUENTE: OCDE

**FIGURA 29: Costes laborales unitarios, Alemania vs. España (2005=100)**



FUENTE: OCDE

**40.** Los costes laborales *unitarios* miden el coste laboral medio por unidad de *output*, y se calculan como la ratio entre los costes laborales totales y el *output* real.

Por su parte, los costes laborales *reales* están ajustados por la inflación de precios de los bienes de consumo.

En relación al último gráfico, un trabajo del Fondo Monetario Internacional señaló que, a partir de 2003, la divergencia en los costes laborales unitarios nominales dentro de la Eurozona se amplió, particularmente entre Alemania por un lado (en el contexto de su fuerte moderación salarial), y España, Grecia e Irlanda por el otro<sup>41</sup>.

Asimismo, también es interesante comparar la evolución de los costes laborales *reales* en ambos países, de la cual llaman la atención dos hechos. Primero, los costes laborales en España se incrementaron entre 2001 y 2009 un 11% en términos reales, mientras que en Alemania descendieron un 3,5%. Y segundo, el aspecto temporal de esta evolución: el periodo en el que los salarios en términos reales en España crecieron más no fue la etapa de auge económico, sino los años de crisis. Así, en los 36 meses de crisis que transcurren entre 2007 y 2009 los costes laborales aumentaron más que en los 60 meses de boom artificial que van desde 2002 a 2006.

Al hablar de la moderación salarial alemana, es de destacar el paquete de medidas de reforma del mercado laboral y la Seguridad Social que el Gobierno alemán implementó en 2003 bajo el nombre de Agenda 2010 —no sin grandes problemas y resistencias políticas y sociales—. Básicamente, estas políticas redujeron las prestaciones por desempleo, debilitaron o eliminaron la negociación colectiva en la industria, bajaron los impuestos y flexibilizaron las regulaciones laborales que hacían demasiado costoso para las empresas despedir a trabajadores o cerrar plantas.

Como consecuencia, en parte, de esa reforma, el mercado laboral alemán es notablemente más dinámico y flexible que el español, entre otras razones por la decreciente presencia de convenios colectivos, por la aplicación exclusiva de los mismos a los trabajadores sindicados, por la mayor descentralización de las negociaciones, por las facilidades para descolgarse de tales regulaciones, o por el uso generalizado por parte de las empresas de las llamadas “cláusulas de no aplicación”, las cuales permiten en momentos de dificultad modificar jornadas laborales, recortar salarios y bonificaciones o retrasar el pago de ciertas retribuciones.

En definitiva, la aplicación de reformas estructurales en Alemania durante la década anterior situó a su economía en una buena posición relativa para enfrentarse con el desplome de la demanda global, y por ende de sus exportaciones, y las dificultades financieras. Podríamos decir que, a diferencia de España o Estados Unidos, la economía alemana disfrutaba de buenos fundamentos en términos generales antes de la crisis, gracias en parte a los ajustes de la época anterior. Ello ha hecho que su capacidad de adaptación al shock de la Gran Recesión haya sido positiva, manifestándose en la relativamente vigorosa recuperación de su sector productivo.

Además, también en contraste con los otros dos países, el haber mantenido el estado de sus finanzas públicas en relativa buena salud, no ha perjudicado en exceso al acceso a la financiación del sector privado ni ha deteriorado considerablemente la posición finan-

41. [“Real Unit Labor Costs Differentials in EMU: How Big, How Benign and How Reversible?”](#) (mayo de

2011), Igor Lebrun y Esther Pérez, IMF Working Paper, pp. 4-5.

ciera de las empresas, que mantienen bajos niveles de deuda. Ello ha contribuido a la sobresaliente recuperación de la inversión privada.

De no haber mantenido una relativa austeridad presupuestaria, las cuentas públicas alemanas estarían en condiciones sensiblemente peores para contribuir adicionalmente al fondo de rescate europeo en caso de que nuevos países entren en problemas graves con su deuda soberana.

No obstante, desde instancias oficiales alemanas se destaca la existencia de problemas fiscales y la necesidad de llevar a cabo ajustes de gran escala. Con el objetivo de acercarse al equilibrio presupuestario en el medio plazo, se aprobaron algunas medidas con impacto en las finanzas públicas en 2011, como la reducción de prestaciones sociales para desempleados de larga duración, recortes en el salario de los funcionarios, o un nuevo impuesto sobre la energía nuclear y un recargo sobre el tráfico aéreo<sup>42</sup>. Estas medidas, unidas a otros factores, han ayudado a rebajar el déficit alemán en 2011 hasta el 1%.

Por otro lado, el Parlamento alemán aprobó en junio de 2009 una reforma constitucional para garantizar el equilibrio presupuestario en el medio plazo. Según ésta, el Gobierno federal no podría superar un déficit estructural del 0,35% del PIB a partir de 2016, y los gobiernos locales tendrían prohibido incurrir en déficit alguno a partir de 2020<sup>43</sup>.

**42.** Para un tratamiento de los cambios impositivos en Alemania que entran en vigor en 2011, véase [“Fiscal news from Germany”](#) (marzo de 2011), Jan Schnellenbach, IREF.

**43.** No obstante, existen ciertas ambigüedades en relación a su implementación práctica que todavía no se han aclarado.

**Conclusiones** Pese a las fuertes críticas a una supuesta “austeridad draconiana” en Europa, lo cierto es que los niveles de gasto público de finales de 2011 superan con creces los de comienzos de la Gran Recesión. Así, el gasto gubernamental en la Eurozona en términos del PIB se colocó en el 49,4% en 2011, desde el 46% en 2007; y ello a pesar de la reducción de este indicador desde 2009, alcanzando el máximo de 51,1% ese año.

En términos absolutos, España —país que se ha puesto como ejemplo de la aplicación de grandes recortes de gasto— gastó en 2011 un 13% más de lo que gastó en 2007. Si ampliamos la perspectiva temporal, observamos que el gasto de todas las Administraciones Públicas españolas en 2011 fue casi dos veces superior (1,9 exactamente) que el del año 2000<sup>44</sup>.

Así pues, aunque a partir de 2010 gobiernos como el español hayan comenzado a implementar medidas de consolidación fiscal, debe tenerse presente que los dos años previos se hizo exactamente lo contrario. De hecho, de no haberse aplicado las políticas de estímulo keynesianas, el ajuste fiscal requerido para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas sería menor<sup>45</sup>.

Además, una parte considerable de las políticas de consolidación fiscal en España han descansado sobre aumentos en los impuestos, ya sea el aumento del IVA, de los impuestos especiales, o más recientemente, la notable subida en el IRPF o la eliminación de deducciones en Sociedades. De esta forma, se evita parte de la necesaria reducción de las dimensiones de las Administraciones Públicas, con la consecuencia de lastrar la recuperación del sector privado.

Pero lo que es más importante: como se ha visto a lo largo de este boletín, los efectos netos de las expansiones fiscales de 2008-2009, están lejos de ser positivos. Pese a que una evaluación estrictamente rigurosa requeriría un análisis contrafactual, sí podemos extraer algunas conclusiones relevantes del estudio realizado en este boletín.

En primer lugar, España y Estados Unidos implementaron, en los primeros compases de la crisis, estímulos fiscales de tipo keynesiano de cuantía similar. Ello no ha impedido que hayan seguido trayectorias muy diferentes. Por tanto, atribuir el mayor éxito —en términos relativos— en la recuperación de la economía estadounidense a la política fiscal expansiva, no parece adecuado. Más aún cuando tenemos en cuenta el contraste de Alemania, país cuyo déficit público máximo en el periodo fue “solo” del 4,3% (2010), y que no aplicó un paquete de estímulo fiscal significativo.

No obstante, debe matizarse la supuesta recuperación vigorosa de la economía estadounidense. Indudablemente, los datos de crecimiento del PIB en Estados Unidos han sido considerablemente mejores que los de la Eurozona en 2010 (3% vs. 1,9%), la segunda parte de 2011, y previsiblemente, también en 2012 (2,1 vs. -0,3%). Sin embargo, en términos de empleo —que fue uno de los principales objetivos de los planes de estímulo— la

44. Los datos, en términos nominales, provienen de la base de datos del World Economic Outlook de abril de 2012, FMI, siendo el dato para 2011 todavía preliminar.

45. Ajuste fiscal que no tiene por qué coincidir con el impuesto por la Unión Europea.

recuperación bien puede considerarse de “anémica”: la tasa de desempleo permanece ligeramente por encima del 8%, la tasa de empleo continúa prácticamente estancada desde mínimos de finales de 2009, y la tasa de participación de la fuerza laboral sigue cayendo.

Asimismo, desde 2007 se abrió una amplia divergencia en la evolución en el número de empleados públicos y del sector privado: mientras éstos últimos descendieron con fuerza, en el sector público incluso aumentaron hasta 2010, descansando todo el ajuste laboral en la economía privada.

En España, huelga decir que los planes de estímulo de la demanda por la vía de la política fiscal, no consiguieron en 2008-2009 evitar la sangría laboral. Lo que sí consiguieron fue mantener la expansión del número de empleados públicos, que solo se ha empezado a reducir a finales de 2011. De igual manera que en Estados Unidos, aunque aquí de forma más abrupta, el ajuste en el empleo ha descansado totalmente sobre los trabajadores del sector privado.

Además de haberse mostrado ineficaces para mejorar la situación del empleo, lo más grave es el coste que han supuesto estos paquetes de estímulo. En primer lugar, en términos del fuerte crecimiento de la deuda y deterioro de las finanzas públicas, como pone de manifiesto el caso español. En segundo lugar y no menos importante, en términos de sostener unas demandas de forma artificial e impedir (o frenar y posponer) el necesario ajuste de la estructura productiva, la liquidación de malas inversiones, y el desapalancamiento de las economías en su conjunto; y todo esto absorbiendo recursos escasos desviándolos fuera del sector privado.

Efectivamente, la estrategia de solucionar una crisis de excesivo (mal) endeudamiento privado con endeudamiento público, es netamente perjudicial y, en el mejor de los casos, inefectiva. Básicamente porque, en contra de lo que está detrás de las políticas de corte keynesiano, el problema fundamental en la parte recesiva del ciclo no es estabilizar como sea la demanda agregada (y, para ello, el nivel de endeudamiento), sino, por un lado, que la estructura de la producción se reajuste para alinearse con las preferencias de la demanda, y por otro, que mejoren las deterioradas posiciones financieras de los distintos agentes económicos, reduciendo deuda y aumentando el ahorro o fondos propios.

Así, pensamos que las prescripciones de abandonar el camino del ajuste fiscal, para aplicar las mal llamadas “políticas de crecimiento” consistentes en estímulos de gasto, no es el camino a seguir. Al contrario, Europa —y particularmente España—, además de Estados Unidos, deben profundizar en la vía de la austeridad presupuestaria a través del recorte considerable del gasto, priorizando las partidas más superfluas de las más delicadas —que, probablemente, también sea necesario revisarlas—. Ello, por supuesto, debe complementarse con políticas que retiren trabas al funcionamiento y crecimiento del sector privado, además de, fundamental para España, una solución definitiva y apropiada al problema bancario. Por último, es importante que los gobiernos no contribuyan a generar todavía mayor incertidumbre entre la ciudadanía y los mercados con sus volátiles actuaciones y declaraciones, tal como han estado haciendo hasta la fecha en la mayoría de países occidentales.



[www.juandemariana.org](http://www.juandemariana.org)

CALLE DEL ÁNGEL, 2 · 28005 MADRID

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: ALFONSO MELÉNDEZ