

FUNDACIÓN 1 DE MAYO

Informes

FUNDACION
1 MAYO
1988-2013

25

63 • SEPTIEMBRE 2013

**ENTORNO MACROECONÓMICO GLOBAL
LA SEGUNDA FASE DE LA
GRAN RECESIÓN (2014-2016)**

WWW.1MAYO.CCOO.ES

ENTORNO MACROECONÓMICO GLOBAL
La segunda fase de la Gran Recesión (2014-2016)

Imagen de portada tomada de Flickr | Joan Biarnés

FUNDACIÓN 1º DE MAYO
C/ Longares, 6. 28022 Madrid
Tel.: 91 364 06 01
1mayo@1mayo.ccoo.es
www.1mayo.ccoo.es

COLECCIÓN INFORMES, NÚM: 63
ISSN: 1989-4473

© Madrid, Septiembre 2013

**ENTORNO MACROECONÓMICO GLOBAL
LA SEGUNDA FASE DE LA
GRAN RECESIÓN (2014-2016)**

JUAN LABORDA
MIEMBRO DEL CONSEJO DE ECONOMIA
DE LA FUNDACIÓN 1º DE MAYO

INDICE

- **1.- INTRODUCCIÓN.**
- **2.- MITOS Y FRACASO DE LA ORTODOXIA ECONÓMICA.**
- **3.- LA CONCENTRACIÓN DE RENTA ANTICIPA UNA GRAN DEPRESIÓN.**
- **4.- LA MADRE DE TODAS LAS BURBUJAS.**
- **5.- EL SEGUNDO CRASH DE LOS ESTADOS UNIDOS.**
- **6.- EUROPA: PONGAMOS FIN A LA AUSTERIDAD.**
- **7.- ANTICIPANDO EL COLAPSO DE ESPAÑA.**
- **8.- CONCLUSIONES.**

LA SEGUNDA FASE DE LA GRAN RECESIÓN (2014-2016)

1.- INTRODUCCIÓN

Los últimos datos macroeconómicos sugieren una cierta recuperación económica en la Eurozona y una expansión moderada en los Estados Unidos. A partir de los mismos algunos organismos internacionales y diferentes centros de análisis privados, especialmente de ciertos bancos de inversión, dan poco menos que por acabada la actual crisis económica, proclamando las virtudes y el triunfo de la austeridad.

Lo que se pretende en este documento es no solo es poner en duda dichas afirmaciones sino demostrar que estamos ante una salida en falso de la crisis. No solo no habrá una recuperación económica sostenible sino que la dinámica de la actual recesión se agudizará en los siguientes trimestres, y el colapso a nivel económico, financiero y social de Occidente será total.

La ortodoxia neoliberal, imbuida por una serie de verdades indiscutibles, que sólo representan meros juicios de valor de carácter ideológico, no ha dado una desde el estallido de la burbuja tecnológica. Sobre todo, no han entendido el papel de la deuda privada y, por lo tanto, del sector privado, en esta crisis. Si los mercados son eficientes y los inversores racionales, ¿cómo es posible que se hayan producido semejantes errores de percepción en el sistema bancario y financiero global? Muy sencillo, las expectativas racionales y la eficiencia del mercado son dos mitos, como otros tantos que guían una política económica absolutamente dañina para los intereses de la mayoría de los ciudadanos.

Como consecuencia su diagnóstico ha sido erróneo, y sus propuestas han acelerado la actual crisis sistémica. En realidad, la profunda crisis sistémica por la que atraviesa, en líneas generales, la inmensa mayoría de los países occidentales ha servido de excusa para que las mismas élites político-financieras que la generaron, sometan a la ciudadanía al mayor empobrecimiento de los últimos setenta años. La evidencia empírica reciente es demoledora. Para ver una concentración de renta similar a la actual hay que remontarse a los años previos a La Gran Depresión.

El artículo se divide de la siguiente manera. En la sección 2 presentamos la mezcla de políticas económicas auspiciadas por las élites financieras globales y su brazo derecho, la ortodoxia académica, y detallamos por qué han fracasado. En la Sección 3 analizamos a partir de dos estudios hechos para Estados Unidos la concentración de renta de renta actual. En la Sección 4 comentamos el principal riesgo endógeno de la economía global, el estallido de la mayor burbuja financiera de la historia, generada por los Bancos Centrales a través de las expansiones

cuantitativas. En la Sección 5 analizamos nuestra previsión más llamativa y alejada del consenso, el colapso de los Estados Unidos. En la Sección 6 detallamos el porqué la recuperación económica de la Eurozona es efímera. En la sección 7 predecimos el colapso de España. Finalmente en la Sección 8 se recogen las conclusiones y reflexiones finales.

2.- MITOS Y FRACASO DE LA ORTODOXIA ECONÓMICA.

La ortodoxia económica propuso para salir de la crisis una combinación de política fiscal restrictiva, política monetaria expansiva (ampliación de los balances de la FED o del BCE), y deflación salarial, bajo una serie de hipótesis que han resultado ser falsas. Ha hecho un diagnóstico absolutamente erróneo de lo que está pasando en el mundo. Como consecuencia, sus recetas económicas han fracasado, y, como corolario, no hacen otra cosa que revisar de manera continuada y adaptativa sus previsiones económicas a la baja.

El multiplicador monetario no ha funcionado, al estar en trampa de la liquidez. El impacto negativo de las restricciones presupuestarias sobre el crecimiento económico ha sido casi cuatro veces superior al estimado por los modelos del FMI, y ya no hablemos respecto a las tonterías pregonadas por los neoricardianos. El abaratamiento generalizado de los salarios y del despido ha acabado hundiendo la demanda efectiva, es lo que se conoce como paradoja de costes.

Pero son insaciables, no solo no piden perdón a la ciudadanía, sino que intentan engañarnos miserablemente con el único objetivo real de proteger en última instancia a una élite financiera quebrada.

El fracaso de los Bancos Centrales

La práctica totalidad del análisis e investigación económica de los distintos bancos centrales se encuadra dentro del paradigma neoclásico. Por lo tanto, ni predijeron en su momento la actual crisis sistémica, ni entienden la naturaleza de la misma. Ignoraron el papel de la deuda privada en la crisis, por ello no la vieron venir. Pero es que además llevan muchos años actuando como bomberos pirómanos.

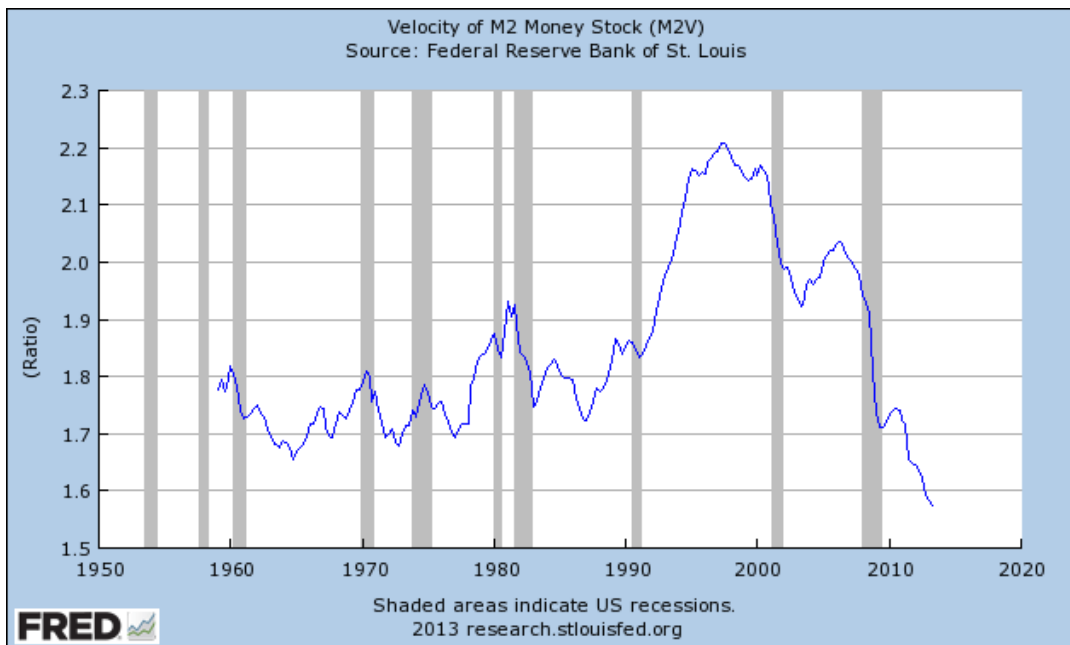
Son uno de los principales responsables de la actual crisis económica por endeudamiento privado. Ellos solitos, los Bancos Centrales, se bastaron para generar la mayor burbuja financiera e inmobiliaria de la historia, cuyas consecuencias las estamos sufriendo de una

manera desgarrada en nuestras propias carnes. Y en última instancia están detrás de la actual insolvencia bancaria.

Pero decidieron continuar echando leña al fuego. Las expansiones de los balances de la FED o del BCE han generado un aumento de la propensión al riesgo, inflando los mercados financieros, sin que ello se traduzca en un aumento de la renta del país. Como la riqueza neta en relación al PIB es constante, 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. En base a ello, prevemos un brutal aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros.

Pero es que además, en el actual contexto de sobreendeudamiento, la política monetaria es mucho menos eficaz a la hora de afectar a la actividad económica de lo que los inversores piensan. Así, por ejemplo, el principal efecto de un cambio en la base monetaria, como consecuencia de la expansión cuantitativa de la FED o del BCE, es cambiar la velocidad monetaria y los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, una vez que los tipos de interés a corto plazo caen a cero, las expansiones adicionales en la base monetaria simplemente inducen un colapso proporcional en la velocidad de circulación del dinero, y la economía entra en la trampa de la liquidez. Véase gráfico 1.

Gráfico 1.- Reversión a la media en la velocidad de circulación dinero en Estados Unidos.



Fuente: Reserva Federal de ST. Louis

Para entender mejor esta idea de que el dinero no circula veamos el balance de la Reserva Federa (FED) –se podría hacer exactamente el mismo análisis con el del Banco Central Europeo (BCE), Banco de Inglaterra (BOE), o Banco de Japón (BOJ)-. El balance de la FED, véase cuadro 1, se ha expandido desde inicio de la crisis fuertemente, pasando de los 911.198 millones de dólares a principios de 2007 a los 3,7 billones actuales, según cifras de 21 de agosto de 2013. Es decir, el crecimiento del tamaño del balance ha sido del 305%. El nivel de apalancamiento ha pasado de 25 veces a casi 59 veces.

Desde el lado del activo las dos partidas que más han aumentado son la compra de deuda soberana, cuyo volumen se ha incrementado en más de 1,2 billones de dólares, y deuda privada, cuya partida ha aumentado en más de 1,3 billones de dólares. Mientras los préstamos a la banca son inexistentes, nada que ver con la expansión cuantitativa del BCE. Desde el lado de la base monetaria, mientras que el efectivo en circulación apenas ha aumentado en 380.000 millones de dólares, las reservas de los bancos en la FED se han incrementado en más de 2,2 billones de dólares. ¡No circula el dinero!

Cuadro 1.- Balance de la FED.

Balance Federal Reserve Cifras en miles Millones \$	01-Jan 2007	14-Sep 2012	21-Aug 2013
Oro	11	201	11
Préstamos a Bancos	1	2	1
Valores emitidos en USD	859	2588	3381
deuda soberana	859	1733	2012
deuda privada	0	854	1369
Otros	39	75	295
Total Activo	911	2865	3688
Billetes	819	1126	1199
Depósitos Bancos	13	1421	2200
Otros	43	252	226
Fondos Propios	36	67	63
Total Pasivo	911	2865	3688
Apalancamiento	25.27	42.87	58.54

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve y Elaboración Propia

Esta política monetaria, a su vez, como veremos en la sección siguiente, es tremendamente injusta, ya que de la generación de burbujas o creación temporal de riqueza sólo se benefician las clases de renta más alta, abriéndose aún más la brecha entre ricos y pobres.

La primera lección que sacamos, por lo tanto, es que la política monetaria en recesión de balances, o crisis de deuda privada, es irrelevante. No genera renta y simplemente inflaciones de activos.

El padre intelectual de esta nueva forma de implementar la política monetaria es la Reserva Federal de los Estados Unidos. La FED, desde el estallido de la burbuja tecnológica, viene aplicando la hoja de ruta de su actual presidente, Ben Bernanke, recogida en su discurso ante el Club Nacional de Economistas, el 21 de noviembre de 2002: *“Deflation: making sure it doesn’t happen here”* Se trata de la percepción errónea de que aplicando una política monetaria ultraexpansiva, inundando de dinero al sistema se reactivará el ciclo económico. Lo único que hacen es ir de burbuja en burbuja, de la tecnológica a la inmobiliaria, y de ésta a la actual, donde la inmensa mayoría de activos de riesgo están sobrevalorados. Esta política irresponsable se basa en la Teoría Monetaria de Milton Friedman, cuyas hipótesis de partida son falsas. El dinero es endógeno, por mucho que les pese.

El fracaso de la Austeridad Fiscal

En nuestro país los asesores económicos tanto del actual gobierno como del anterior son parte de la ortodoxia. Justificaron y justifican los duros recortes presupuestarios aplicando la hipótesis ricardiana: “no se preocupe señor presidente, los recortes de gastos implicarán menos impuestos futuros, la gente racionalmente lo entenderá y no disminuirá el consumo”. Se olvidan del principio de demanda efectiva. Incluso el FMI en un estudio de noviembre de 2011, *“Expansionary Austerity: New International Evidence”*, concluía que todos aquellos ajustes fiscales encaminados a reducir sin más el déficit presupuestario tienen fuertes impactos contractivos en las economías que los implementen.

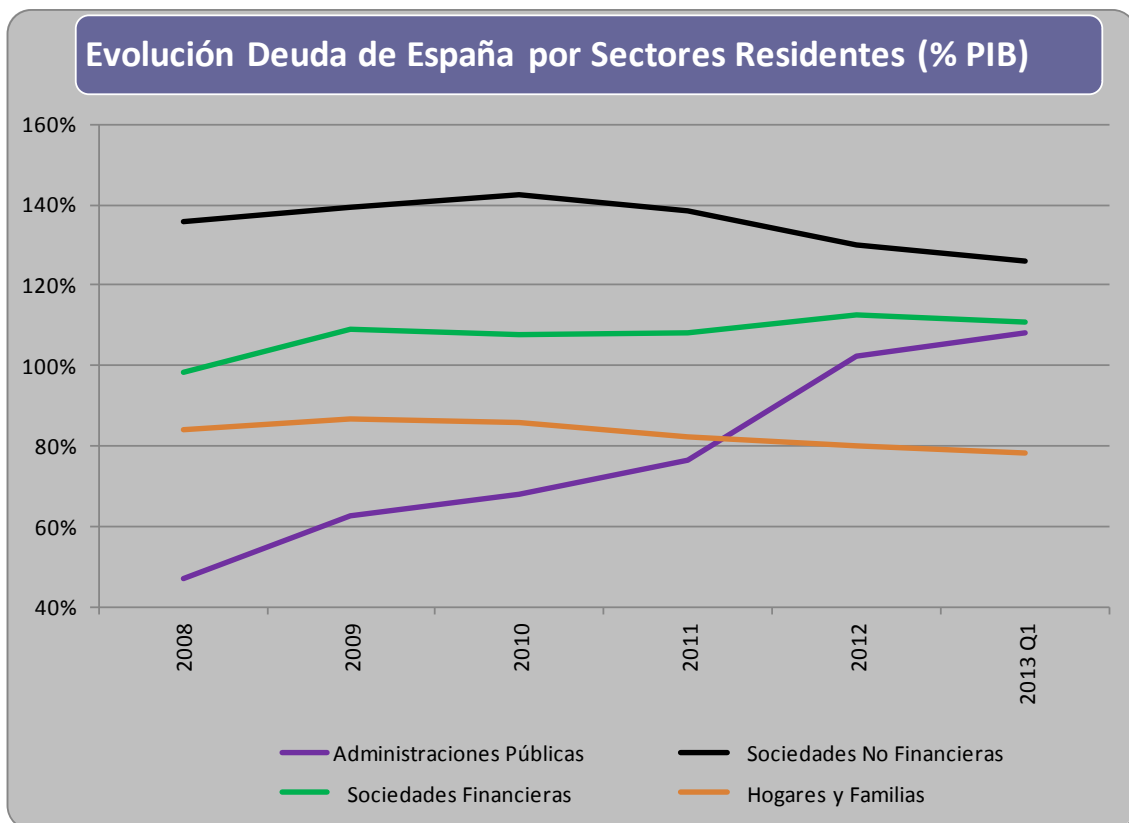
El problema es que el multiplicador fiscal utilizado por el FMI se ha quedado corto. Frente a unos cálculos iniciales donde se estimaba que una reducción del déficit público del 1% se traduciría en un descenso promedio del PIB del 0,5%, la realidad ha sido mucho más dura, los crecimientos económicos caerán, por cada punto porcentual de reducción del déficit, entre un 0,9% y un 2,0%, casi cuatro veces más de lo estimado inicialmente. Pero es que además la deuda pública en la práctica totalidad de los países occidentales no ha dejado de crecer. Para

ello veamos, a modo de ejemplo, la conexión entre la deuda privada y las políticas económicas propuestas en nuestro país.

La deuda total de nuestra economía, privada y pública, se aproxima a los 4,5 billones de euros, alrededor del 425% de nuestro PIB. Desde 2010 se han promovido políticas económicas que tienen como objetivo último que sean los contribuyentes quienes sufraguen los errores de los sectores privados que generaron la actual crisis sistémica -bancario, inmobiliario, y monopolios naturales-. Y derivado de estas políticas se detectan dinámicas divergentes en la acumulación de la deuda. Véase gráfico 2.

Por un lado, hay un proceso de reducción de la deuda privada concentrado exclusivamente en familias y empresas no financieras. Como consecuencia de ello estamos en una recesión de balances privados: el consumo y la inversión, y por lo tanto la demanda interna, se han hundido, todo se destina a reducir esa deuda, especialmente complicado en un contexto de bajadas de rentas salariales.

Gráfico 2.- Evolución de la deuda de España por sectores 2008-actualidad (%PIB)



Fuente: Banco de España y Elaboración Propia

Mientras, el sector financiero, insolvente, que fue quien concedió esa deuda, continuó incrementando la suya en plena crisis. Son los contribuyentes -vía FROB, SAREB y avales a esa

deuda bancaria- quienes están sufragando sus multimillonarias pérdidas. Como consecuencia se produce una explosión del volumen de deuda pública. Desde el cierre de 2008 el volumen de deuda pública sobre PIB ha aumentado más de 60 puntos porcentuales, produciéndose la mayor aceleración en los gobiernos Rajoy. Véase cuadro 2. Ello se debe básicamente a dos razones. Por un lado, el rescate bancario, que se ha hecho a costa de los contribuyentes; y, por otro, la intensa recesión de balances acelerada por las políticas económicas implementadas desde mayo de 2010, y que activaron los estabilizadores automáticos. Según nuestras expectativas, las nuevas necesidades de financiación de las administraciones públicas para el período 2013-2015 oscilan entre 470.000 y 621.000 millones de euros. Si se confirmaran, el montante final de nuestra deuda soberana en 2015 alcanzaría entre el 140% y el 160% de nuestro PIB.

Cuadro 2.- Volumen de Deuda Pública según el Protocolo de Déficit Excesivo.

Millones de euros

	Deuda según el PDE de Administraciones Públicas (consolidada) (a)	Administración Central			Comunidades Autónomas			Corporaciones Locales			Administraciones de Seguridad Social		
		Deuda según el PDE	Activos financieros frente a Administraciones Públicas (FLA, FFFP y Prestamo a Administraciones de Seguridad Social) (b)	Deuda neta de activos financieros frente a Administraciones Públicas	Deuda según el PDE	Activos financieros frente a Administraciones Públicas	Deuda neta de activos financieros frente a Administraciones Públicas	Deuda según el PDE	Activos financieros frente a Administraciones Públicas	Deuda neta de activos financieros frente a Administraciones Públicas	Deuda según el PDE	Activos financieros frente a Administraciones Públicas (Fondo de Reserva de la Seguridad Social y resto) (c)	Deuda neta de activos financieros frente a Administraciones Públicas
	10+13 1=4+7+	2	3	4=2-3	5	6	7=5-6	8	9	10=8-9	11	12	13=11-12
00	374 033	314 290	17 169	297 121	39 474	-	39 474	19 793	-	19 793	18 832	1 187	17 645
01	376 247	314 853	17 169	297 685	43 706	-	43 706	20 170	-	20 170	18 704	2 018	16 686
02	383 435	320 876	17 169	303 707	46 460	-	46 460	21 522	-	21 522	18 577	6 831	11 747
03	382 032	319 793	17 169	302 625	48 995	-	48 995	22 914	-	22 914	18 450	10 952	7 498
04	389 142	331 252	17 169	314 084	51 994	-	51 994	24 153	-	24 153	18 323	19 412	-1 089
05	392 497	330 872	17 169	313 704	57 822	-	57 822	25 535	-	25 535	18 246	22 810	-4 564
06	391 055	325 313	17 169	308 145	59 068	-	59 068	27 570	-	27 570	18 169	21 897	-3 728
07	382 307	317 435	17 169	300 266	61 039	-	61 039	29 385	-	29 385	17 169	25 551	-8 383
08	436 984	367 095	17 169	349 927	72 625	-	72 625	31 775	-	31 775	17 169	34 511	-17 342
09	565 083	485 525	17 169	468 356	90 963	-	90 963	34 700	-	34 700	17 169	46 105	-28 936
10 IV	644 692	549 653	17 169	532 484	120 779	-	120 779	35 431	-	35 431	17 169	61 170	-44 001
11 I	P 685 678	581 893	17 169	564 725	126 705	-	126 705	37 344	-	37 344	17 169	60 264	-43 095
II	P 705 526	594 795	17 169	577 626	135 656	-	135 656	37 638	-	37 638	17 169	62 562	-45 394
III	P 708 578	598 036	17 169	580 867	137 552	-	137 552	36 701	-	36 701	17 169	63 711	-46 543
IV	P 736 514	622 298	17 169	605 129	141 409	-	141 409	35 420	-	35 420	17 169	62 613	-45 444
12 I	P 774 972	655 365	17 169	638 196	146 440	-	146 440	36 860	-	36 860	17 169	63 693	-46 524
II	P 804 660	680 236	43 537	636 699	168 315	-	168 315	44 962	-	44 962	17 169	62 505	-45 337
III	P 817 215	695 519	43 550	651 969	167 509	-	167 509	43 801	-	43 801	17 195	63 260	-46 064
IV	P 883 897	760 268	60 254	700 014	184 549	-	184 549	41 939	-	41 939	17 188	59 794	-42 606
13 I	P 922 856	796 817	63 361	733 456	189 634	-	189 634	42 779	-	42 779	17 188	60 201	-43 013
II	A 942 758	818 375	71 752	746 623	193 296	-	193 296	43 153	-	43 153	17 202	57 516	-40 314

Fuente: Banco de España

El fracaso de la flexibilidad de precios y salarios

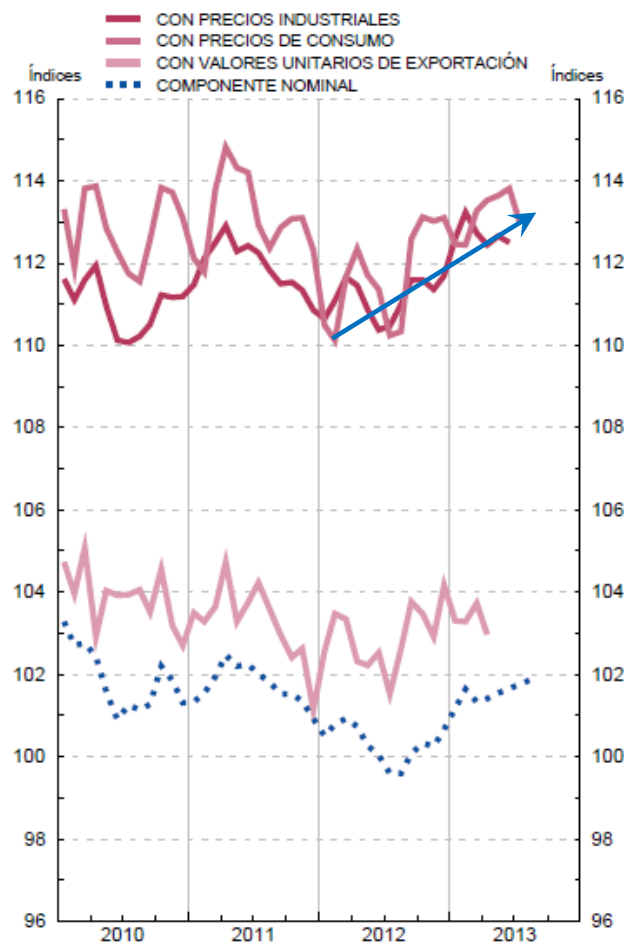
Bajo la creencia de que los costes relativos mueven la economía, la ortodoxia defiende una devaluación interna vía salarios como salida de la crisis. Se equivocan en el diagnóstico. La economía es dirigida por la demanda, no por las restricciones que dependen de la oferta y de las dotaciones existentes.

Se trata de una proposición contraria a los defensores del pensamiento único: lo que es cierto para una empresa, a nivel microeconómico, puede ser falso a nivel macroeconómico si todas las empresas hacen lo mismo. Se conoce como la paradoja de costes: si todas las empresas consiguen rebajar los salarios, mientras aumenta su margen de beneficios y conservan los precios a un nivel fijo, las empresas en su conjunto venderán menos productos y sus beneficios caerán. La España de hoy es un buen ejemplo de ello.

Desde que llegó al poder el actual ejecutivo los índices de competitividad de nuestro país han empeorado. Tal como puede verse en el gráfico 3, publicado por Banco de España, todos los indicadores de competitividad –con precios industriales, precios de consumo, valores unitarios de la exportación- no han dejado de subir, lo que representa una pérdida de competitividad, ver nota a pie de página.

Gráfico 3.- España pierde competitividad desde la llegada del actual ejecutivo

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

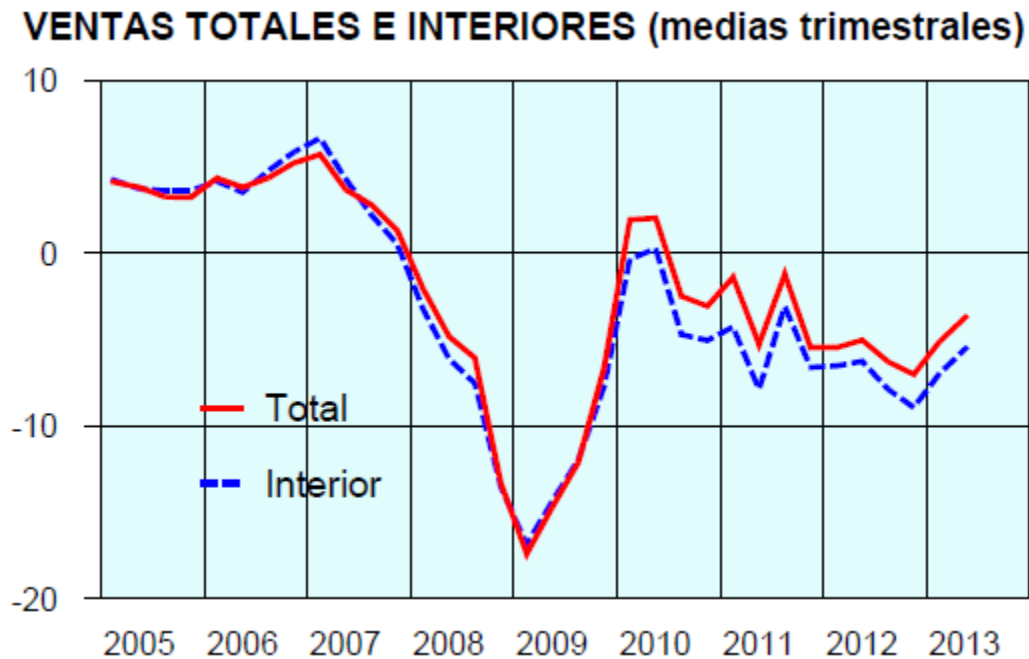


Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

Fuente: Banco de España

Entonces, ¿de qué mejora de la competitividad hablan Montoro, Guindos, y compañía? El hilo argumental del gobierno es que gracias a sus políticas de oferta las empresas españolas son más competitivas, exportan más, y el sector exterior es nuestra tabla de salvación. ¡No! La razón real del incremento de las exportaciones es el hundimiento brutal de la demanda interna y la necesidad de nuestras empresas, haciendo de ésta virtud, de buscarse la vida allende nuestras fronteras. Un ejemplo: según la síntesis de indicadores económicos publicados por el Ministerio de Economía, las ventas totales de las grandes empresas han caído de manera acumulada en el período 2008-junio 2013 un 33,8%, al hundirse las ventas interiores más de un 41%. Véase gráfico 4. No les queda más remedio que exportar, pero sus ventas totales han colapsado.

Gráfico 4.- Ventas Totales e Interiores en las Grandes Empresas



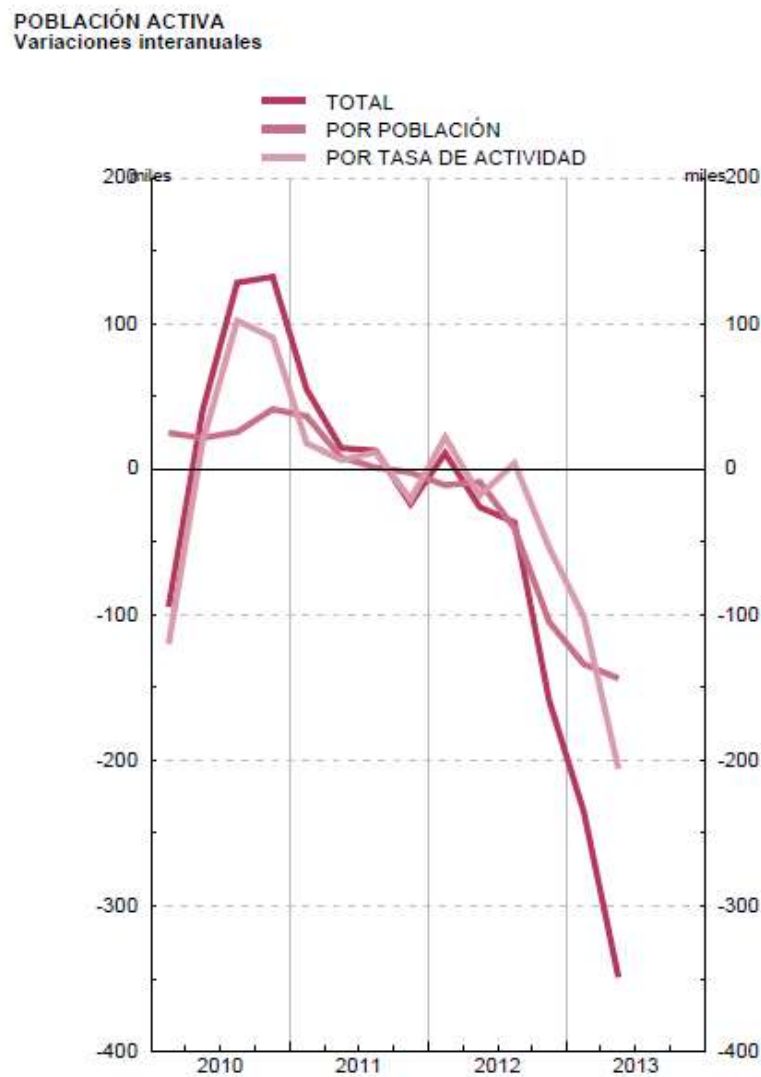
Fuente: Secretaría de Estado de Economía

El problema de nuestro país es otro, la brutal acumulación de deuda privada y su traslación a la deuda soberana debido a las políticas implementadas desde mayo de 2010. Se diseñó en beneficio de las élites financieras y de nuestros acreedores. España jamás perdió competitividad en las últimas dos décadas. Junto con Alemania el nuestro era el único país que en los últimos 10 años mantuvo e incrementó su cuota de exportaciones, ya no solo por margen intensivo, sino también por aumentos en el margen extensivo, la exportación de nuevos productos y hacia nuevos destinos.

La ortodoxia confunde productividad aparente del trabajo con competitividad. España tenía una baja productividad por que el modelo de crecimiento que en su momento propusieron las élites patrias –políticas, financieras, inmobiliarias, y oligopolistas- era intensivo en mano de obra, pero muy lucrativo para ellas. Además trabajan con rendimientos constantes a escala, lo cual es falso ya que son decrecientes. Tampoco han entendido el carácter anticíclico de la productividad del trabajo.

Las políticas de oferta de la ortodoxia al final siempre se acaban encontrando con la paradoja de costes: se hunde la demanda interna, aumenta el desempleo y, surge, por ende, la necesidad de irse fuera. En el caso de las empresas, exportar. En el caso de los trabajadores, abandonar el mercado laboral, bien porque se van fuera de España, bien porque se dan de baja (trabajadores descontentos). El impacto negativo en el crecimiento potencial y el futuro de nuestras pensiones será brutal. Véase gráfico 5.

Gráfico 5.-Paradoja de Costes y Descenso de la Población Activa.



Fuente: Banco de España

Reordenación y reducción del sistema bancario mundial

Las medidas de política económica recomendadas por la ortodoxia, e implementadas a pie puntillas por el actual ejecutivo, han hundido aún más la demanda efectiva, y han trasladado la crisis de deuda privada a deuda soberana. Por mantener los privilegios de una élite, si nadie lo remedia, la quiebra de deuda soberana podría ser una realidad. Volvemos a hacer hincapié, por enésima vez, en que lo más urgente para una reactivación económica en el largo plazo pasa por una reordenación y reducción del tamaño del sistema bancario patrio y global, que además conlleve una disminución de la deuda privada y pública existente, y donde los acreedores sufran la correspondiente quita. Sin embargo, y tristemente, aún no se ha hecho nada en este sentido.

3.- LA CONCENTRACIÓN DE RENTA ANTICIPA UNA GRAN DEPRESIÓN

La aplicación de las políticas económicas descritas en la sección anterior está produciendo un aumento de las desigualdades sociales y el mayor empobrecimiento de la ciudadanía en general de los últimos setenta años. Ello supone una salida en falso de la crisis, de manera que no solo no habrá una recuperación económica sostenible sino que la dinámica de la actual recesión se agudizará en los siguientes trimestres y el colapso a nivel económico, financiero y social de Occidente será total.

Existen dos estudios relativos a Estados Unidos muy recientes que analizan la distribución del dolor económico durante la crisis (2008-2010), y a lo largo del aparente período de recuperación de la economía estadounidense

El profesor de finanzas la Universidad de Chicago Amir Sufi ha recogido para Estados Unidos, véase gráfico 6, la distribución del dolor económico de la crisis actual según niveles de renta. Las cifras no dejan lugar a dudas. Para los hogares más pobres y para las clases medias, la actual crisis económica sistémica borra 20 años de acumulación de patrimonio neto. En cambio el descenso para los más ricos es apenas marginal.

Los resultados de otro estudio, con datos actualizados hasta 2012, realizado por los profesores Emmanuel Saez y Thomas Piketty de la Universidad de Berkeley y de la Paris School of Economics, respectivamente, aún son más demoledores. Todo se resume en el impactante gráfico 7. El 10 por ciento de las personas de mayor renta se llevó más de la mitad de los ingresos totales del país en 2012, el nivel más alto registrado desde que el gobierno estadounidense comenzó a recopilar los datos pertinentes hace un siglo. El 1 por ciento más

rico se llevó la quinta parte de los ingresos obtenidos por los estadounidenses, uno de los más altos niveles en el registro desde 1913, cuando el gobierno instituyó un impuesto sobre la renta.

Gráfico 6.- Evolución de la Riqueza Neta en Estados Unidos 2008-2010

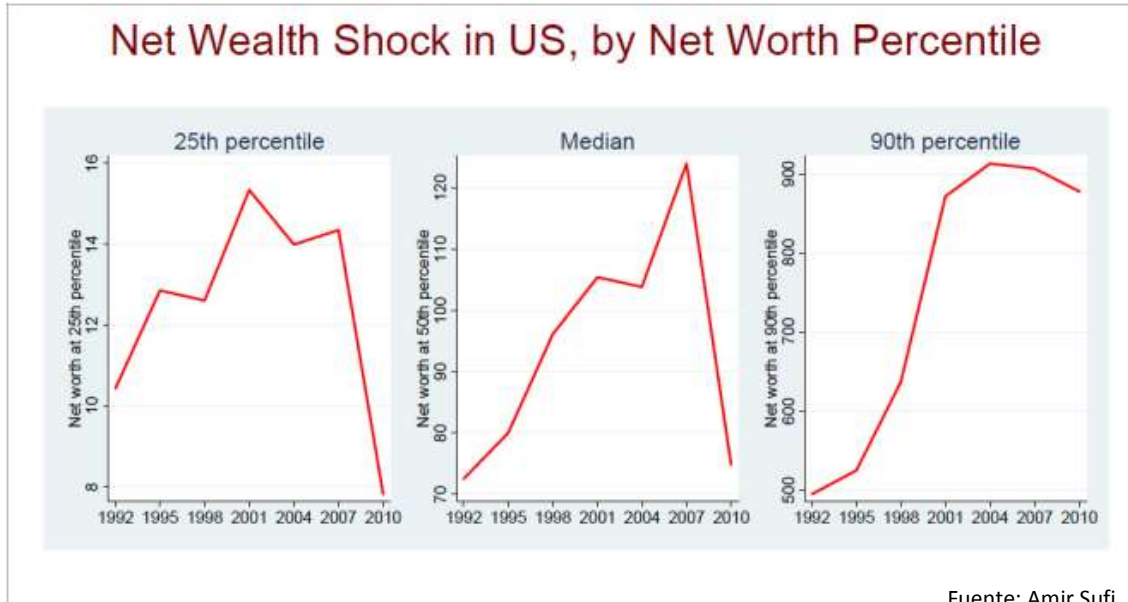
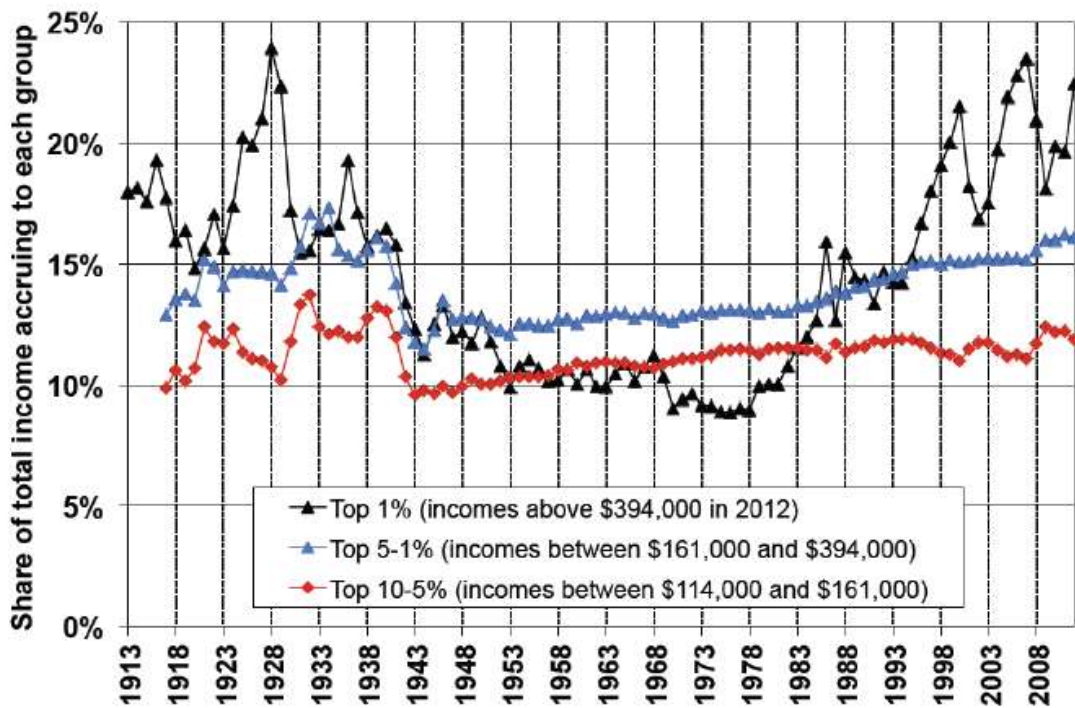


Gráfico 7.- Distribución de la Renta Estados Unidos 1913-2012



Las cifras ponen de manifiesto que Estados Unidos, Occidente en general, y muy especialmente nuestra querida España, se encuentran inmersos en lo que de manera sarcástica los escritores Mark Twain y Charles Dudley denominaron “The Gilded Age”, una aparente nueva Edad de Oro que en realidad ocultaba profundos problemas sociales que al final acabarían estallando. En el momento actual la concentración de rentas es exactamente igual a los años que precedieron a la Gran Depresión.

No es extraño, por lo tanto, que algunos de los más ricos se sientan exultantes. El colapso causado por el fraude bancario generalizado apenas les ha afectado, en tanto que ha acabado con la mayor parte de lo acumulado durante los años de crecimiento por las clases medias y bajas.

Esta situación ha sido en gran medida el resultado de las decisiones políticas y fiscales que han sido realizadas por los gobiernos occidentales en los últimos veinte años, en el que se fomentó una economía financieramente depredadora. Las burbujas financieras son a menudo mecanismos de transferencia de riqueza, y en nuestro país, además, responsables de un empobrecimiento generalizado, cuando finalmente acaban estallando.

Desigualdad, rescates bancarios y política monetaria

A diferencia de la mayoría de los ciudadanos, la élite bancaria y financiera tiene la mayor parte de su riqueza financiera en activos de deuda y derivados de todo tipo, que se evaporarían si se dejasen caer a los bancos. Si se reestructurara el sistema bancario y se redujera su tamaño acorde con la economía real, serían los más ricos y poderosos los grandes perdedores. Obviamente ni lo han tolerado ni lo tolerarán. En su lugar, diseñaron una estructura de ahorro para la economía en la que su riqueza se mantiene, así como las instituciones que la controlan, y lo han hecho a nuestra costa.

Para ello iniciaron una nueva huida hacia adelante a través de las expansiones cuantitativas de los Bancos Centrales que se han convertido en la nueva centrifugadora del riesgo de mercado. En el momento actual la inmensa mayoría de activos de riesgo están sobrevalorados. Sin embargo estas burbujas están a punto de estallar, lo que llevará a la mayor caída coordinada de precios de activos de riesgo de la historia. Y les aseguro que si eso ocurre la burbuja inmobiliaria será un juego de niños.

Esto mismo está pasando en nuestra querida España. Mientras que se rescata con dinero público a una casta financiera y política quebrada, se somete a la ciudadanía al mayor empobrecimiento de los últimos cuarenta años. La única razón por la que nuestros gobernantes insistieron en el rescate de los bancos es que al hacerlo los ricos y los poderosos

simplemente se rescatan a sí mismos y garantizan la continuidad de un sistema que les conviene perfectamente. Sin embargo, no solo es el egoísmo, hay algo más, detrás se oculta toda una teoría de legitimación para confundir a los críticos y adormecer a los incautos.

4.- LA MADRE DE TODAS LAS BURBUJAS

Desde la crisis de distintos países emergentes en el período 1997-1998 la economía global no ha hecho otra cosa que moverse de burbuja en burbuja de activos, con el agravante de que a cada inflación de activos, cuando estallaba, le seguía otra todavía más perniciosa, de manera que cuando ésta nueva explotaba el impacto macroeconómico negativo se acrecentaba.

Detrás del origen, expansión, y estallido de todas y cada una de las burbujas o inflaciones de activos se encuentran los bancos centrales. Temerosos de caer en un proceso de deflación por endeudamiento se han dedicado a gestionar el riesgo. Para ello relajaban excesivamente la política monetaria como consecuencia de la preocupación que les generaba determinados eventos que, aunque tuvieran una baja probabilidad, pudieran tener un impacto muy negativo en la actividad económica.

Se trata de una política monetaria preventiva de estabilización que genera un tremendo problema de riesgo moral, porque al final los inversores terminan incrementando aún más su apetito por el riesgo, aumentando su apalancamiento, haciendo todavía más vulnerable a la economía global. Desde el punto de vista de la valoración, se modifica el perfil temporal de los rendimientos de los activos mobiliarios e inmobiliarios, inflándolos hiperbólicamente. Al final estas exuberancias irracionales acaban pinchándose, pero cuando estallan, pensemos en nuestra burbuja inmobiliaria, terminan provocando recesiones-depresiones.

De la burbuja tecnológica a la burbuja inmobiliaria

En 1998, cuando el sesgo de la política monetaria de la Reserva Federal era restrictivo, después incluso de que el profesor Robert Shiller les hubiera explicado que había una exuberancia irracional en los mercados bursátiles occidentales, Allan Greenspan y la FED, temerosos de la activación de un proceso deflacionista tras la crisis ruso-asiática, decidieron bajar los tipos de interés. Los efectos no se dejaron esperar, produciéndose la mayor burbuja bursátil de la historia en las bolsas occidentales, con una sobrevaloración récord, utilizando distintas métricas de valoración.

Cuando en el período 2000-2002 estallan y caen todas las bolsas occidentales, la FED, ante los miedos renovados de entrar en un proceso deflacionista, incorporó en su consejo de gobierno a Ben Bernake, un académico reputado al que se consideraba un experto en la lucha contra la deflación por endeudamiento. El Banco Central estadounidense, desde el estallido de la burbuja tecnológica, viene aplicando la hoja de ruta de Bernanke recogida en su discurso ante el Club Nacional de Economistas, el 21 de noviembre de 2002: *“Deflation: making sure it doesn’t happen here.”* Se trata de la percepción errónea de que aplicando una política monetaria ultraexpansiva, inundando de dinero al sistema se reactivará el ciclo económico.

Las consecuencias no se hicieron esperar. Por un lado, se generó la mayor burbuja inmobiliaria de la historia, y, por otro, los bancos apalancaron sus balances tomando excesivo riesgo de mercado y de crédito, de manera que, aplicando el principio “demasiado grande para quebrar”, se crearon auténticos monstruos que acabarían devorándonos a todos.

Cuando en 2008 estalla primero el mercado inmobiliario estadounidense, y después el resto de burbujas inmobiliarias alrededor del planeta, se inicia la actual recesión de balances, y la quiebra o insolvencia de la mayor parte del sistema bancario occidental.

La madre de todas las burbujas

Sin embargo, en vez de aprender y corregir los desequilibrios, básicamente reducir y reestructurar el tamaño del sistema bancario acorde con la economía real, se inicia de nuevo una huida hacia adelante, la penúltima de la saga, y se acuden a las expansiones cuantitativas de los balances de los Bancos Centrales. Éstos aumentan el tamaño de sus balances considerablemente, bien financiando bancos zombis insolventes, o bien comprando en mercado secundario deuda pública o privada, y, si hiciera falta, bolsa.

Los Bancos Centrales se convierten en la nueva centrifugadora del riesgo de mercado. Pasamos de la burbuja inmobiliaria y bancaria, a la madre de todas las burbujas. Los inversores, en una fase donde el activo libre de riesgo no da nada, se endeudan en las monedas correspondientes a los Bancos Centrales con tipos de interés cero y que expanden sus balances, básicamente el dólar estadounidense, y ahora de nuevo el yen japonés, y toman riesgo a nivel mundial. Es lo que técnicamente se denomina “carry trade”

En el momento actual la inmensa mayoría de activos de riesgo están sobrevalorados. Véase gráfico 8. Sin embargo, un día estas burbujas estallaran, lo que llevará a la mayor caída coordinada de precios de activos de riesgo de la historia. Si de repente el dólar o el yen japonés se aprecian, las posiciones de riesgo apalancadas tendrán que cerrarse, ya que los

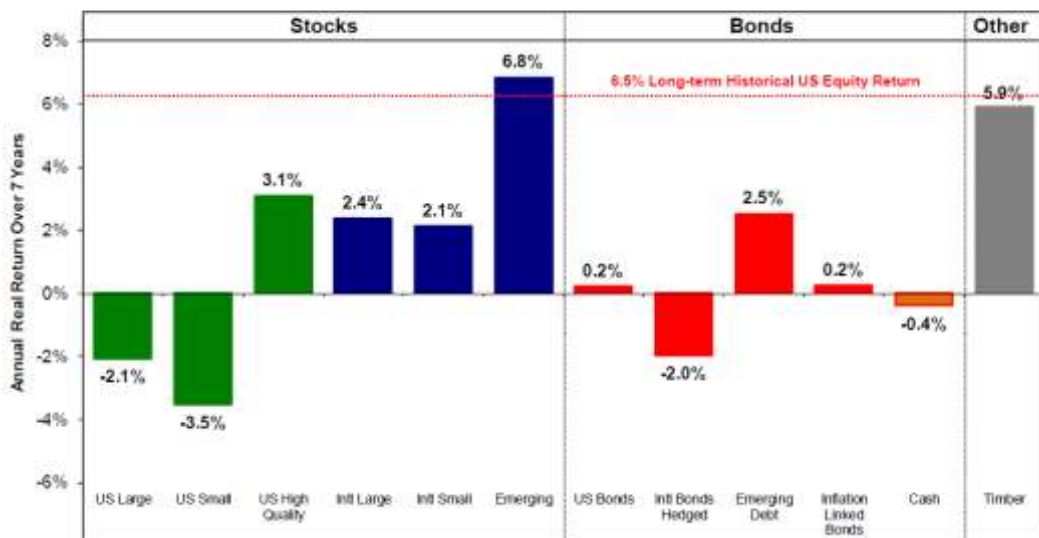
inversores cubrirán sus posiciones cortas en dólares o yenes. Entonces ocurrirá una estampida o colapso coordinado de todos los activos de riesgo - acciones, materias primas, instrumentos de crédito. Y cuando eso ocurra la burbuja inmobiliaria será un juego de niños.

En definitiva, es cuestión de tiempo esperar a que se desate la siguiente fase de venta masiva de los activos de riesgo en los mercados financieros –bolsa, materias primas, deuda soberana periférica, renta fija corporativa. Ello sacará a la luz las miserias de la economía occidental, y muy especialmente de la nuestra. En particular acabará provocando una nueva oleada de insolvencias bancarias, de compañías de seguro, y de otras instituciones financieras.

Gráfico 8.- Los Mercados Financieros están Sobrevalorados

GMO 7-Year Asset Class Real Return Forecasts*

As of July 31, 2013



Fuente: GMO

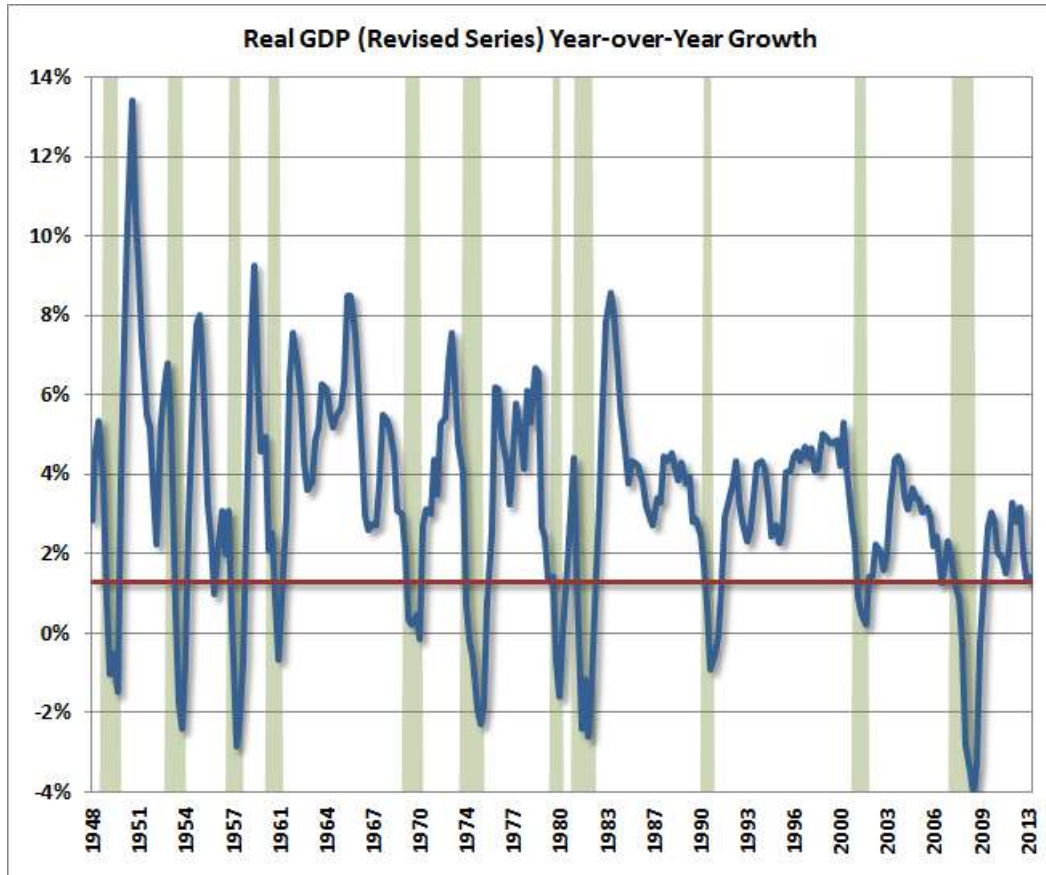
5.- EL SEGUNDO CRASH DE LOS ESTADOS UNIDOS

5.1.- Introducción: Perspectiva Histórica.

Hace aproximadamente dos meses el Bureau of Economic Analysis publicó las estadísticas revisadas del PIB y de otros datos de contabilidad nacional desde 1929 hasta la actualidad. Se trata de revisiones integrales, que se llevan a cabo aproximadamente cada 5 años. Con estos nuevos datos de referencia del PIB, los datos actuales del crecimiento interanual del PIB real y del gasto real de los consumidores sólo se observan en contextos recesivos. Puede que esta

vez sea diferente, pero nuestra opinión sigue siendo que la economía estadounidense sigue luchando entre lo que históricamente ha sido el umbral entre la expansión y la recesión.

Gráfico 9.- PIB real actual (% YóY) de Estados Unidos en una perspectiva histórica.



Fuente: Hussman Funds

5.2.- La Deuda de los Estados Unidos

Estados Unidos se desmarcó de la Ortodoxia

Inmediatamente después de la caída de Lehman Brothers, tras la crisis hipotecaria de Estados Unidos, y con el fin de evitar los errores de política económica de la Gran Depresión, se implementaron políticas económicas agresivas no ortodoxas en los países desarrollados. Abarcaron desde la política monetaria de tipos de interés cero y expansión cuantitativa de la FED, hasta la participación de los Tesoros de diversos países en la recapitalización de bancos, entrando como accionistas y/o concediendo avales sobre el valor de los activos, o sobre la financiación de la compra de activos tóxicos por parte de inversores privados.

Los países emergentes, especialmente los BRIC, también ayudaron. China, por ejemplo, implementó un auténtico New Deal: bajadas de tipos de interés, fuerte expansión fiscal, subidas salariales reales y nominales, y una mayor cobertura sanitaria pública.

Desde el lado de la política fiscal, además, y para hacer frente a esta situación, los países desarrollados implementaron una política expansiva contracíclica. Pero aquí aparecía la primera contradicción: el origen de la crisis, el sobreendeudamiento, no sólo no se corrigió en la implementación de los rescates bancarios, sino que se agrandó con el incremento del endeudamiento del sector público. Por lo tanto, aumenta aún más el endeudamiento de las economías occidentales, origen de la actual crisis sistémica.

Bajo este análisis, en Occidente surge una preocupación por la deuda (pública más privada). Este proceso afecta a las principales economías desarrolladas, y tal como señalaba el historiador Nial Fergusson: "... 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".

La implementación de todas estas medidas de política económica evitó, inicialmente, el colapso de la economía mundial, pero no garantizó una recuperación razonable para los siguientes años, básicamente porque no se atacó el origen de la actual crisis económica.

Lo más urgente para una reactivación económica en el largo plazo pasaba por una reordenación y reducción del tamaño del sistema bancario mundial, que además conllevara una disminución de la deuda privada y pública existente, y donde los acreedores sufrieran la correspondiente quita. Sin embargo, y tristemente, aún no se ha hecho nada en este sentido.

En este contexto, la misma "ortodoxia económica" dominante que fue incapaz de prever la actual crisis económica y financiera, básicamente porque invalidaría los principios esenciales bajo la cual se han educado, forzó su receta para salir de la crisis. Se trata de una combinación de política fiscal restrictiva, política monetaria expansiva (expansión cuantitativa de la FED), y deflación de salarios, cuyos efectos están siendo demoledores.

Sin embargo en Estados Unidos se han hecho cosas distintas. Desde un punto de vista macroeconómico, nuestro argumento es que gran parte de la mejoría de Estados Unidos de finales del año 2010 se debió, por un lado, a los impulsos fiscales que Estados Unidos implementó en 2010, frente a los duros ajustes fiscales de los países occidentales más relevantes, y, por otro, a la política monetaria de la FED, que vía expansión cuantitativa genera una inflación de activos. Sin embargo, el rápido crecimiento de la deuda pública, derivado de

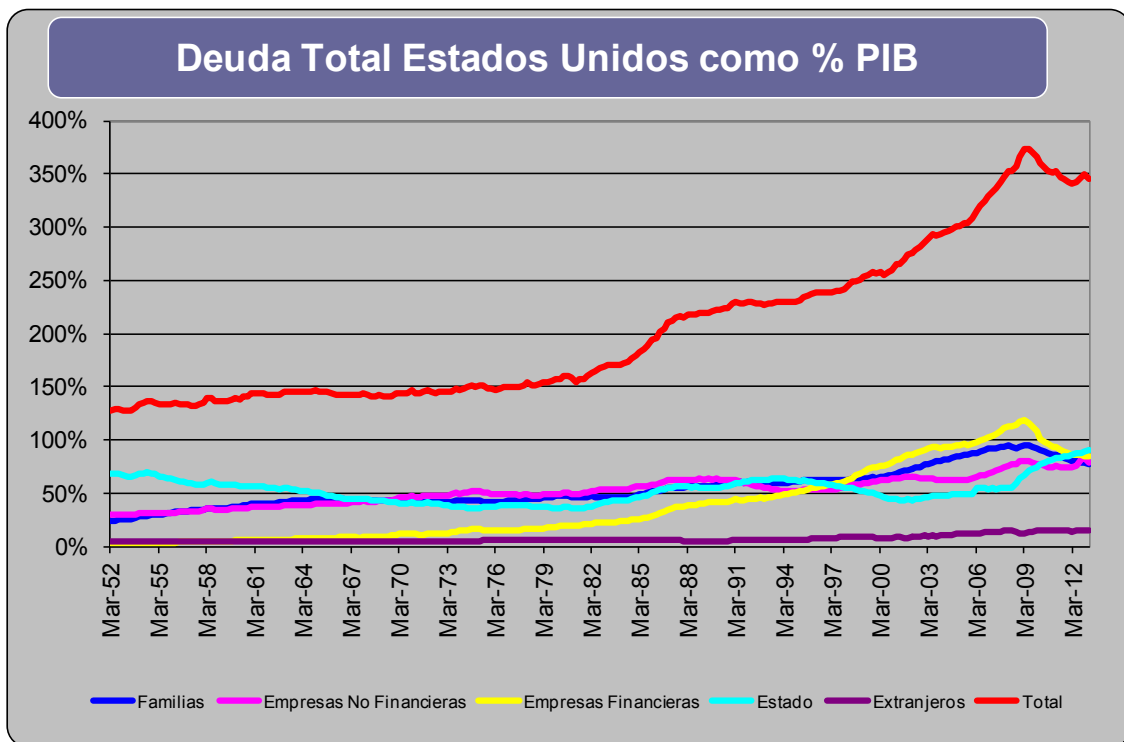
déficits fiscales de dos dígitos, no es sostenible, al igual que tampoco lo es la expansión cuantitativa de la FED.

Nuestra previsión es que Estados Unidos entrará en recesión económica una vez que la política expansiva monetaria y fiscal se vuelva simplemente neutral, tal como va a suceder.

Sin embargo, la Deuda Total apenas se ha reducido

En el gráfico 10, se recoge la Deuda/PIB de los diferentes sectores de la economía de Estados Unidos, desde 1952. A partir de los años 80 se produce un aumento espectacular del endeudamiento de los sectores privados, lo cual confirma una idea introducida por Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff en un artículo de 2008 *“This Time is Different: A Panoramic View of Eighth Centuries of Financial Crisis”*: cuando aumenta la libre movilidad de capitales se incrementan las crisis bancarias.

Gráfico 10.- Deuda/PIB diferentes sectores economía Estados Unidos.



Fuente: Flow of Funds Federal Reserve

Cuadro 3.- Volumen de Deuda Total Economía Estados Unidos

<i>millones de USD</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
PIB a precios de mercado	11,106	11,819	12,564	13,383	14,068	14,690	14,547	14,564	15,232	15,819	16,420	16,535
Total Deuda Economía Estados Unidos	31,818	34,599	37,786	41,254	46,174	50,898	53,285	53,189	53,397	54,243	56,450	57,045
Sector Público	5,085	5,601	6,078	6,557	7,606	7,990	9,249	10,805	12,451	13,460	14,574	14,887
Gobierno Federal	3,637	4,033	4,395	4,702	4,885	5,122	6,362	7,805	9,386	10,454	11,594	11,893
Gobiernos locales y estatales	1,448	1,568	1,683	1,855	2,721	2,868	2,888	2,999	3,066	3,007	2,980	2,994
Otros Sectores Residentes	25,661	27,745	30,269	33,184	36,685	40,781	42,327	40,294	38,673	38,529	40,459	39,631
Sociedades Financieras	10,035	10,925	11,920	12,984	14,279	16,224	17,123	15,708	14,262	13,794	13,911	13,934
Sociedades No Financieras	7,140	7,336	7,800	8,483	9,572	10,877	11,539	11,191	11,295	11,805	13,728	12,897
Hogares y Familias	8,486	9,484	10,549	11,717	12,835	13,681	13,666	13,395	13,116	12,930	12,819	12,800
Sectores No Residentes	1,073	1,253	1,439	1,514	1,883	2,126	1,709	2,090	2,273	2,254	2,418	2,528

Cuadro 4.- Volumen de Deuda Total como % PIB Economía Estados Unidos

<i>% PIB</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
Total Deuda Economía Estados Unidos	287%	293%	301%	308%	328%	346%	366%	365%	351%	343%	344%	345%
Sector Público	46%	47%	48%	49%	54%	54%	64%	74%	82%	85%	89%	90%
Gobierno Federal	33%	34%	35%	35%	35%	35%	44%	54%	62%	66%	71%	72%
Gobiernos locales y estatales	13%	13%	13%	14%	19%	20%	20%	21%	20%	19%	18%	18%
Otros Sectores Residentes	231%	235%	241%	248%	261%	278%	291%	277%	254%	244%	246%	240%
Sociedades Financieras	90%	92%	95%	97%	101%	110%	118%	108%	94%	87%	85%	84%
Sociedades No Financieras	64%	62%	62%	63%	68%	74%	79%	77%	74%	75%	84%	78%
Hogares y Familias	76%	80%	84%	88%	91%	93%	94%	92%	86%	82%	78%	77%
Sectores No Residentes	10%	11%	11%	11%	13%	14%	12%	14%	15%	14%	15%	15%

Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos y Elaboración Propia

En los cuadros 3 y 4 se recoge la evolución de la deuda total de Estados Unidos tanto en volumen como en relación al PIB. Si bien la deuda total en volumen ha alcanzado un récord histórico, al superar los 57 billones de USD, como porcentaje del PIB ha disminuido desde 2009, al crecer la actividad económica a un ritmo superior. El desapalancamiento del sector privado se compensa con el gasto del sector público.

5.3.- Balance de la FED: Fracaso de la Expansión Cuantitativa

Ya comentamos en la sección 2, en el fracaso de la política monetaria, el balance de la FED, véase cuadro 1. Recordemos brevemente los datos. Se ha expandido desde inicio de la crisis fuertemente, pasando de los 911.198 millones de dólares a principios de 2007 a los 3,7 billones actuales, según cifras de 21 de agosto de 2013. Es decir, el crecimiento del tamaño del balance ha sido del 305%. El nivel de apalancamiento ha pasado de 25 veces a casi 59 veces.

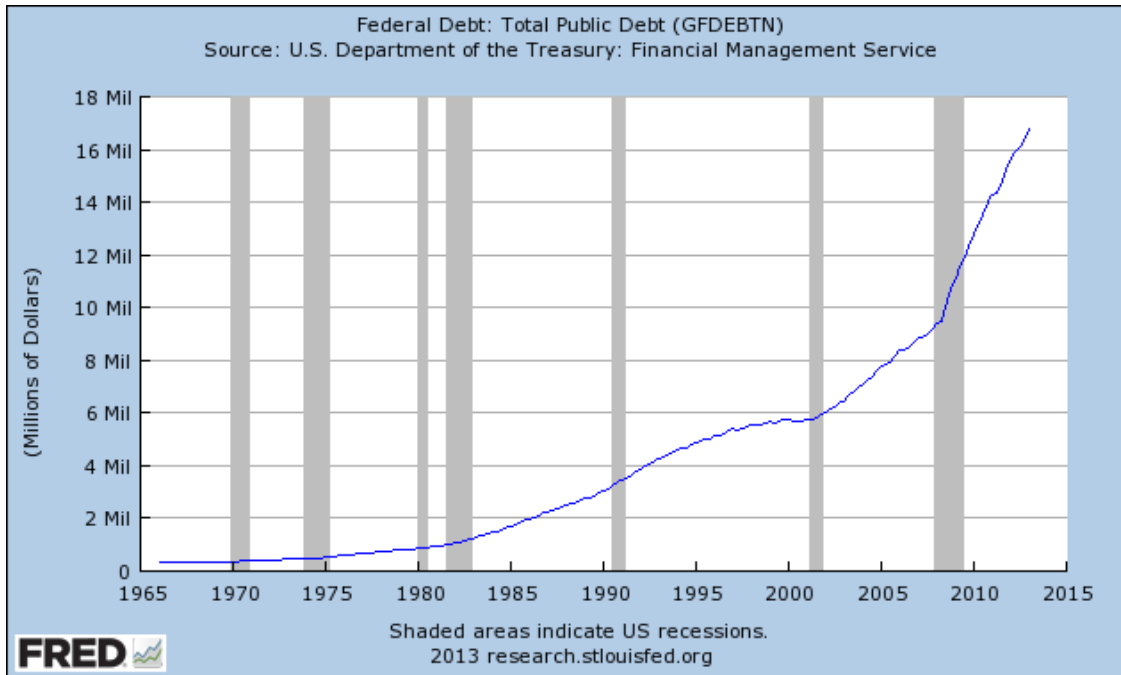
Desde el lado del activo las dos partidas que más han aumentado son la compra de deuda soberana, cuyo volumen se ha incrementado en más de 1,2 billones de dólares, y deuda privada, cuya partida ha aumentado en más de 1,3 billones de dólares. Mientras los préstamos a la banca son inexistentes, nada que ver con la expansión cuantitativa del BCE. Desde el lado de la base monetaria, mientras que el efectivo en circulación apenas ha aumentado en 380.000 millones de dólares, las reservas de los bancos en la FED se han incrementado en más de 2,2 billones de dólares. En definitiva, tal como concluíamos en la sección 2 ¡No circula el dinero!

5.4.- El Inminente Colapso de la Economía y de los Mercados Financieros de Estados Unidos

La economía de los Estados Unidos ha experimentado una oleada de burbujas desde 1998. Estas burbujas son eventos relacionados. Cada burbuja conduce a una crisis, y esta crisis sienta las bases para la próxima burbuja. La respuesta a la crisis y colapso del período 2007-2009 fue doble: una a través de la política fiscal, y otra vía política monetaria. Gran parte de la mejora en los Estados Unidos de finales de 2010 se debió, en primer lugar, a los estímulos fiscales estadounidenses implementadas a partir de 2010, frente a los duros ajustes fiscales de otros países occidentales, y, por otro, a la política monetaria de la Reserva Federal (FED), que como ya hemos detallado ha permitido generar una inflación de activos a través de la expansión cuantitativa (QE), pero no un incremento en la renta real.

Sin embargo, tanto el rápido crecimiento de la deuda pública, véase gráfico 11, derivado de déficits fiscales de dos dígitos; y de la sobrevaloración en términos absolutos y relativos de los mercados financieros de Estados Unidos, tal como ya vimos en el gráfico 8, implica que nos acercamos a una reversión en dichas políticas. La reducción de las compras programadas en las expansiones cuantitativas se dará a conocer a lo largo de este mes, mientras que la política presupuestaria para el año fiscal 2014 será restrictiva respecto a la actual. Como consecuencia se derrumbarán los beneficios empresariales, como veremos más adelante, el crecimiento económico de Estados Unidos, y los principales mercados financieros de riesgo globales – bolsas, materias primas, bonos corporativos, bonos soberanos periféricos...-.

Gráfico 11 - El Volumen de Deuda Pública de los Estados Unidos.



Fuente: Reserva Federal de ST. Louis

Los mercados esperan que la FED anuncie este mes el inicio de una reducción en el programa de compra de activos de cerca de 15 mil millones de dólares. Si usamos el monitor de volumen mensual de trading de JP Morgan, las transacciones de operadores primarios en todos los valores del gobierno de Estados Unidos, véase el gráfico 12, se comprime en los últimos meses.

Gráfico 12.- Monitor Volumen Mensual Trading calculado por JP Morgan.

Equities	MIN	MAX	3m avg to Aug-2013 (tr)	y/y chng
EM Equity*			\$1.22	25%
DM Equity*			\$10.98	5%
Govt Bonds				
USTs			\$2.16	-7%
JGBs*			¥786	9%
Bunds			€2.19	-5%
Credit				
US HG			\$0.24	7%
US HY			\$0.10	13%
US Convertibles			\$0.02	-11%
Commodities				
Gold			\$0.54	-4%
Oil			\$2.07	-24%
Copper			\$0.62	13%

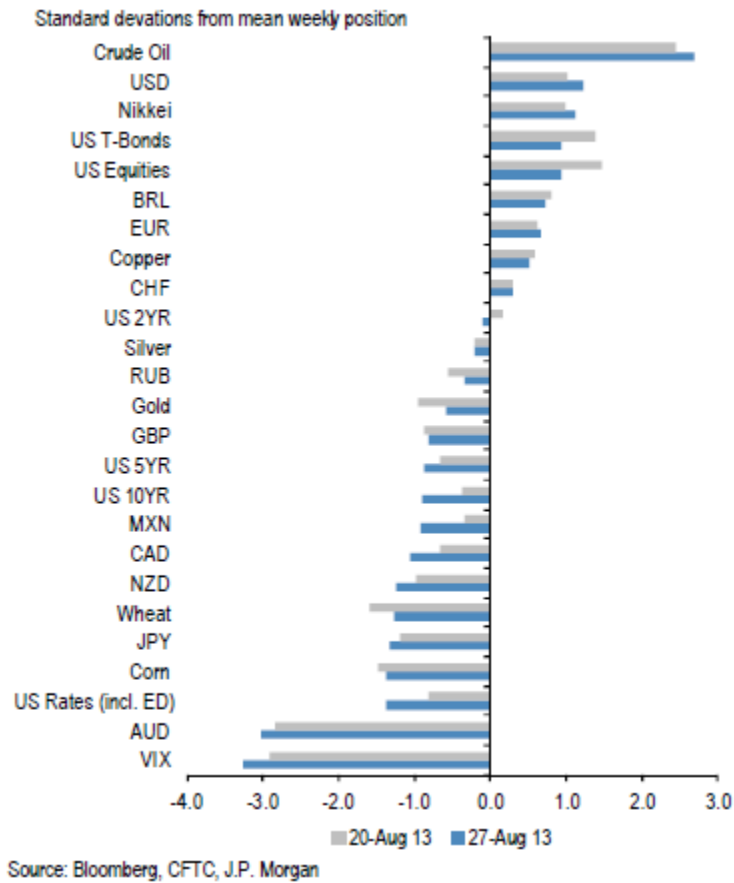
Source: Bloomberg, Federal Reserve, TRACE, Japan Securities Dealer Association, WFE, J.P. Morgan. * Data with one month lag

3 month avg. USTs are primary dealer transactions in all US government securities. JGBs are OTC volumes in all Japanese government securities. Bunds, Gold, Oil and Copper are futures. Gold includes Gold ETF's. Min-Max chart is based on Y/Y changes. The diamond is the current observation. The thin blue line marks the distance between the min and max for the complete time series. Y/Y change is change over the same 3m average period last year.

Fuente: JP Morgan

Su promedio de 3 meses está cayendo 7% en términos anualizados, cerca de los mínimos de la serie temporal completa. Resultados similares se obtuvieron utilizando el monitor semanal de JP Morgan semanal, véase el gráfico 13.

Gráfico 13.- Monitor Semanal Posición Especulativa calculado por JP Morgan.



Net spec positions are the number of long contracts minus the number of short using CFTC futures only data. This net position is then converted to a USD amount by multiplying by the contract size and then the corresponding futures price. To proxy for speculative investors, commodity positions use the managed money category, while the other assets use the non-commercial category. The chart shows the z-score of these net positions, i.e. the current net position minus the average over the whole sample divided by the standard deviation of the weekly positions over the whole sample. US rates is a duration-weighted composite of the individual UST series plus the Eurodollar contract. The sample starts on the 13th of June 2006.

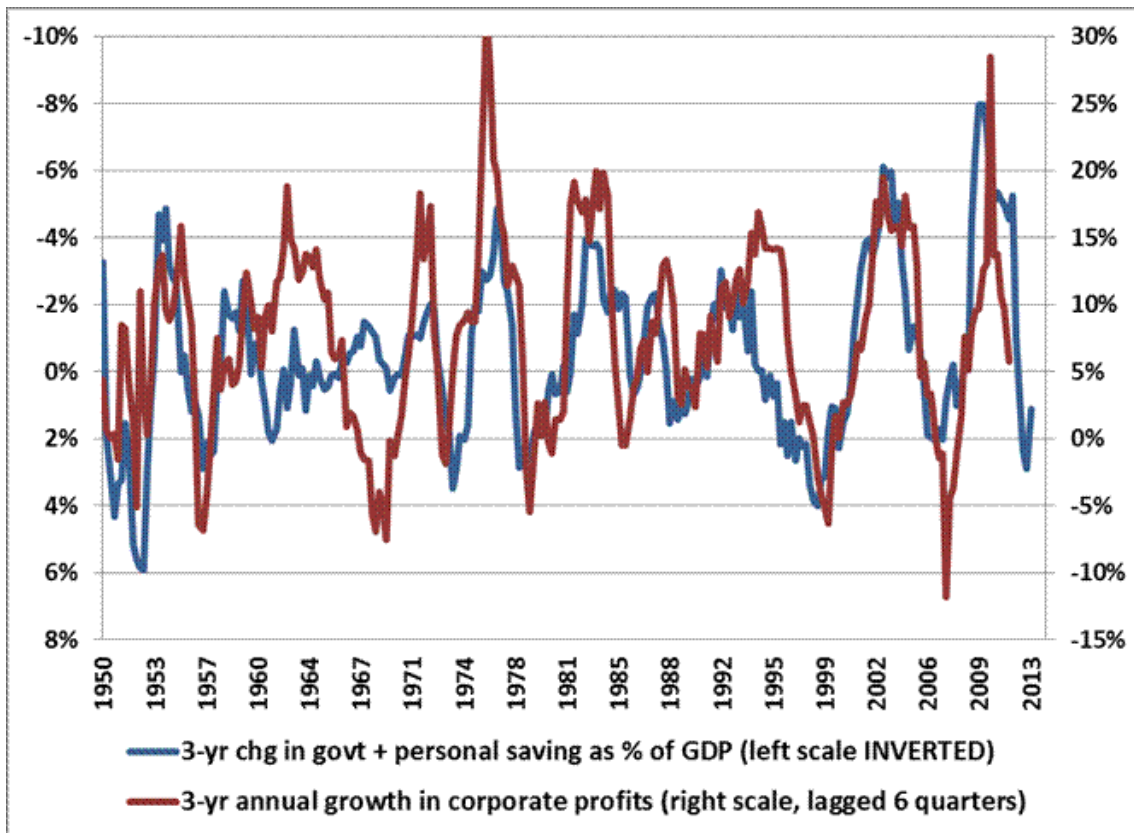
Fuente: JP Morgan

Las consecuencias del final de los estímulos fiscales: el próximo colapso de los mercados financieros

Con el fin de mantener el consumo privado, una vez que la pérdida de empleos se aceleró y el ahorro de los hogares se derrumbó, la política fiscal EE.UU. respondió con enormes déficits públicos que se acercaron al 10% del PIB. El volumen total de la deuda ha llegado a un máximo histórico, superando los 57 millones de millones de dólares, ya que el desapalancamiento del sector privado ha sido más que compensado por el gasto del sector público. Dado que el déficit de un sector siempre emerge como el superávit de otro, el déficit combinado de los gobiernos

y los hogares se traduce en un superávit en los márgenes de beneficios corporativos, que se han disparado a niveles récord en los últimos años. Básicamente, los déficits del gobierno y de los hogares déficit han permitido que el consumo y los ingresos corporativos se mantengan estables a pesar de que los sueldos y salarios se han desplomado hasta el punto de que el porcentaje de participación de la renta de la fuerza laboral en el PIB ha caído al nivel más bajo en las tres últimas décadas. Ya que los inversores parecen creer que estos márgenes de beneficio son permanentes, y no lo son, la valoración de las acciones se encuentran en múltiplos sobrevalorados, como se ha detallado con anterioridad. Véase gráfico 14.

Gráfico 14.- Ganancias Empresariales: Espejo del Déficit del Gobierno y de las Familias.



Fuente: Hussman Funds

El año fiscal de EE.UU. termina el 30 de septiembre y los políticos estadounidenses tienen que ponerse de acuerdo en las próximas semanas en los presupuestos para el próximo año y la subida del techo de deuda. El presidente Obama presentó su propuesta de presupuesto para el año fiscal 2014 el 10 de abril de 2013. Pero por primera vez en casi un siglo, una solicitud de presupuesto presidencial ha llegado a las escalinatas del Capitolio después de que la Cámara y el Senado aprobaran sus propias visiones sobre las perspectivas de déficit y deuda. Mientras que los planes republicanos pretenden equilibrar el presupuesto en algo más de 10 años por la reducción del gasto, el déficit se mantendría dentro de los planes demócratas, aunque en

cifras inferiores a las actuales. En cualquiera de los escenarios la política fiscal para el 2014 será más restrictiva que la actual.

Teniendo en cuenta los gráficos 8 y 12, esto afectaría negativamente a los beneficios empresariales, el crecimiento económico y los mercados financieros. Específicamente las ganancias de las empresas caerán en los tres años siguientes a una tasa promedio anual del 10%, compatible con un incremento en la tasa de ahorro del gobierno y de los consumidores a un ritmo promedio anual del 3%. Recuerde que los déficits de gobiernos y hogares han permitido que el consumo y los ingresos corporativos se mantengan estables. Utilizando los rendimientos reales anuales promedio ex-ante a 7 años de GMO, ello implicaría una caída del SP500 de casi el 50%, próximo al nivel 800.

La reversión a la media tanto del ahorro del gobierno como del ahorro personal, como de los distintas métricas de valoración de los distintos activos de riesgo supondrá un crecimiento negativo del PIB de Estados Unidos para 2014-2016. Esa será la semilla del próximo rescate del mercado de la vivienda en los Estados Unidos, tanto de la Administración Federal de la Vivienda (FHA) como, una vez más, de las agencias Fannie Mae, Freddie Mac. En este contexto la banca estadounidense volverá a ser insolvente

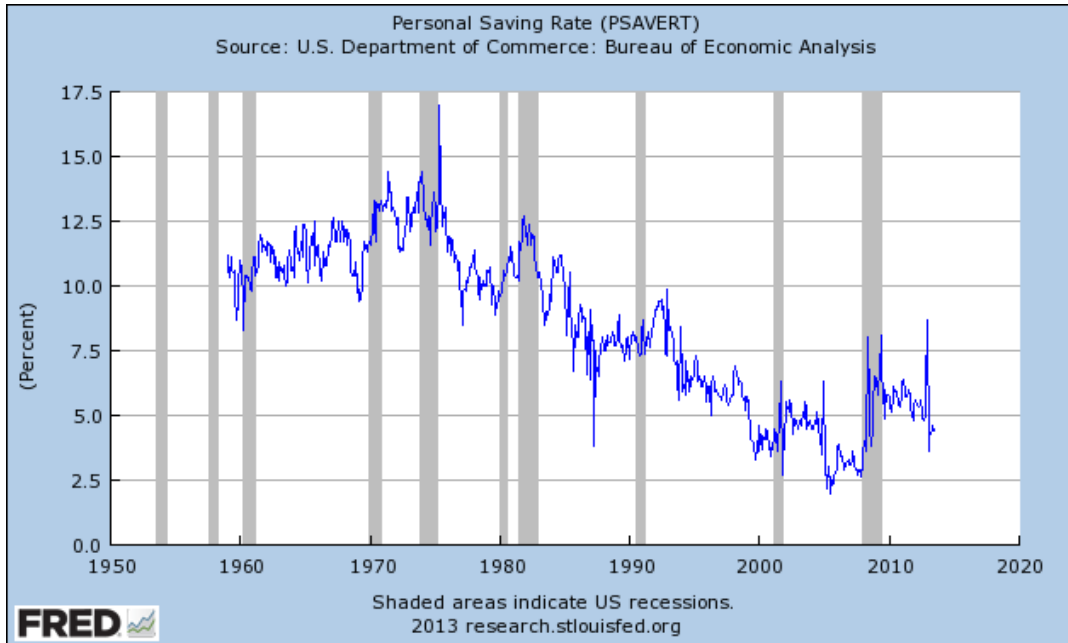
5.4.- ¿Por qué Estados Unidos es un claro perdedor en el medio plazo?

Bajo nuestro análisis en Estados Unidos, por lo tanto, revertirán a la media diversas variables macro y entrará en recesión:

- **Reversión a la media en la tasa de ahorro.** En Estados Unidos se produjo un sobreendeudamiento que alimentó una riqueza ficticia, un consumo por encima de la renta disponible, y un exceso de inversión. Cuando se intensifique el desapalancamiento, con una política fiscal contractiva, el crecimiento del consumo privado será más bajo, habrá menor inversión privada, y por lo tanto la tasa de ahorro será más alta. Ello implica recesión y/o depresión. Ver gráfico 15.
- **Reversión a la media en el crecimiento de la riqueza.** Ha habido una tremenda destrucción de riqueza. Lo que ha pasado demuestra que la riqueza nacional debe, y empíricamente ocurre, crecer en el largo plazo a la tasa de expansión del PIB. Ya detallamos en la sección 3 los estudios del profesor de finanzas la Universidad de Chicago Amir Sufi relativos al dolor sufrido por los norteamericanos en el período 2008-2010; así como los correspondientes a otro estudio, con datos actualizados hasta 2012, realizado

por los profesores Emmanuel Saez y Thomas Piketty de la Universidad de Berkeley y de la Paris School of Economics

Gráfico 15.- Reversión a la media en la tasa de ahorro en Estados Unidos.



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

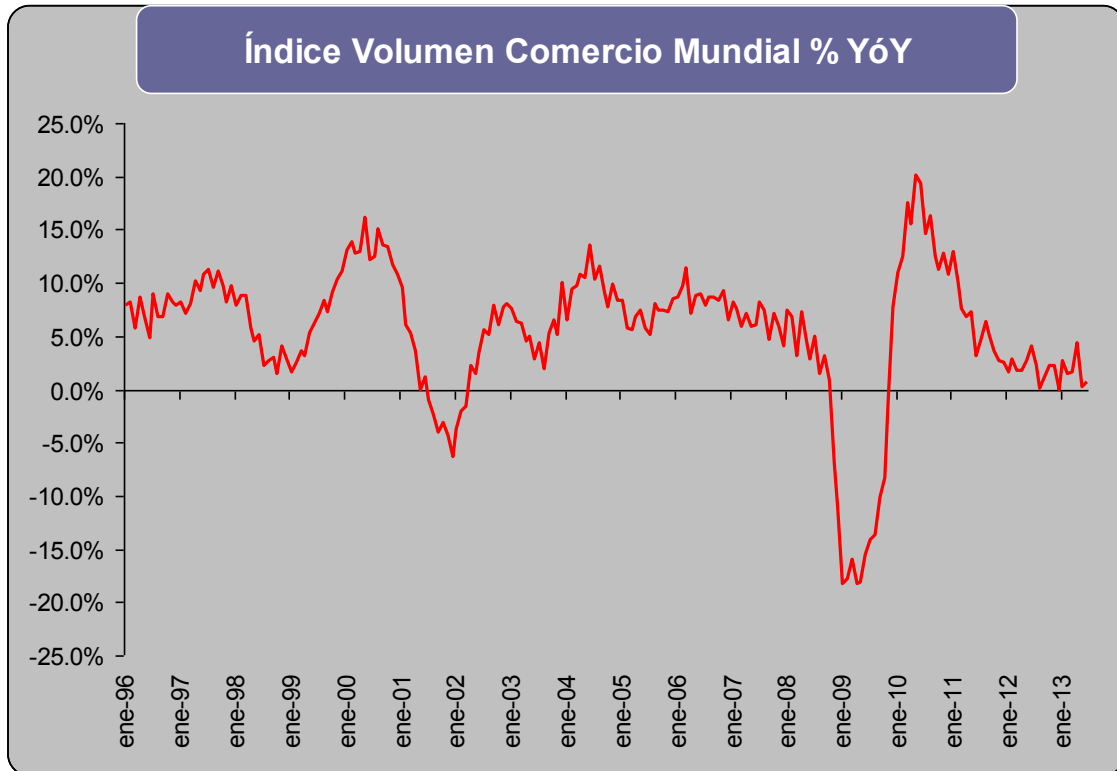
- **Reversión a la media en la velocidad de circulación del dinero.** La ortodoxia mantiene que la expansión de los balances bancarios generará crecimiento e inflación. ¡No es suficiente! Lo que está pasando es que la velocidad de circulación se está hundiendo, revirtiendo a la media histórica (desapalancamiento más efecto retirada de los procesos de innovación financiera), y al no haber demanda efectiva los aumentos de los agregados monetarios llevan implícitos un descenso del multiplicador monetario, y ausencia total de presiones inflacionistas.

Nuestras previsiones de nuevo vuelven a separarse del consenso generalizado. Cuando Estados Unidos deje de implementar políticas fiscales expansivas, se producirá una recesión global. Ello ya está generando tensiones que surgen de los problemas de déficit estructural, envejecimiento poblacional, lo cual se añadirá a los problemas de recesión en la UE y fuerte moderación en China.

Teniendo en cuenta la relación histórica entre el comercio transfronterizo y la actividad económica global, cualquier contracción en el comercio mundial anticipa una recesión global. Y eso es lo que se deriva del informe que publica mensualmente el *“Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis”*, que es quien mejor mide el comercio internacional. En el gráfico 16

se observa como el volumen de comercio mundial, utilizando tasas de variación interanuales, se encuentra en un punto de inflexión negativo. Nos aproximamos a otra crisis global.

Gráfico 16.- Volumen de comercio mundial



Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Elaboración Propia

6.- EUROPA: PONGAMOS FIN A LA AUSTERIDAD.

6.1.- Segundo Trimestre de 2013: La Falsa Salida de la Recesión

La Eurozona mostró en el segundo trimestre de 2013 una salida poco convincente de la recesión, al publicarse que el PIB se expandió un 0,3% respecto al trimestre anterior, liderados por Alemania, Francia y Portugal. Los datos exageraron la recuperación. En particular, el aumento se basa en factores insostenibles, por un lado un repunte relacionado con un clima más benigno, y, por otro, un salto récord en la producción de automóviles. La recuperación también contrasta con los datos mucho más débiles recogidos en distintas encuestas de confianza, como luego veremos. Esta combinación de factores anticipa que en el tercer trimestre entraremos de nuevo en recesión. Véase cuadro 5.

Cuadro 5.- PIB Q2 2013 Eurozona

Growth rates of GDP in volume
(based on seasonally adjusted* data)

	Percentage change compared with the previous quarter				Percentage change compared with the same quarter of the previous year			
	2012		2013		2012		2013	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
EA17	-0.1	-0.5	-0.2	0.3	-0.7	-1.0	-1.0	-0.5
EU27	0.1	-0.4	-0.1	0.4	-0.5	-0.7	-0.7	0.0
EU28	0.1	-0.4	0.0	0.4	-0.5	-0.7	-0.7	0.0
Member States								
Belgium	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.1
Bulgaria	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.7	0.6	0.4	0.2
Czech Republic	-0.3	-0.3	-1.3	0.6	-1.4	-1.6	-2.4	-1.3
Denmark	0.9	-0.7	-0.2	0.5	0.0	-0.4	-0.8	0.5
Germany	0.2	-0.5	0.0	0.7	0.9	0.3	-0.3	0.5
Estonia	1.4	0.6	-1.0	0.1	3.1	3.0	1.3	1.4
Ireland	-1.0	-0.2	-0.6	:	-0.5	-1.0	-1.0	:
Greece**	:	:	:	:	-6.7	-5.7	-5.6	-4.6
Spain	-0.4	-0.8	-0.4	-0.1	-1.7	-2.1	-2.0	-1.6
France	0.2	-0.2	-0.2	0.5	0.0	-0.3	-0.5	0.3
Croatia**	-0.3	-0.4	0.0	:	-1.9	-2.3	-1.5	-0.7
Italy	-0.3	-0.9	-0.6	-0.2	-2.6	-2.8	-2.3	-2.0
Cyprus	-0.8	-1.4	-1.7	-1.4	-2.3	-3.5	-4.7	-5.2
Latvia	1.3	1.2	1.2	0.5	5.3	5.6	5.6	4.3
Lithuania	1.5	0.7	1.3	0.7	3.8	3.1	4.2	4.2
Luxembourg	-0.2	2.2	-1.6	:	-0.3	1.6	1.0	:
Hungary	0.0	-0.5	0.6	0.1	-1.7	-2.5	-0.5	0.2
Malta	0.6	0.1	0.0	:	1.8	1.7	1.7	:
Netherlands***	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2	-1.5	-1.5	-1.4	-1.8
Austria****	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.8	0.7	0.2	0.2
Poland	0.4	0.1	0.2	0.4	1.7	0.8	0.7	1.1
Portugal	-0.9	-1.8	-0.4	1.1	-3.6	-3.8	-4.1	-2.0
Romania	-0.5	1.0	0.4	0.5	-1.1	0.8	2.3	1.4
Slovenia	-0.4	-1.0	-0.5	-0.3	-2.8	-3.2	-3.2	-2.2
Slovakia	0.2	0.1	0.2	0.3	1.9	1.0	0.8	0.8
Finland	-0.1	-0.8	0.2	0.7	-1.6	-2.2	-2.4	0.0
Sweden	0.1	0.0	0.6	-0.1	0.3	1.5	1.6	0.6
United Kingdom	0.7	-0.2	0.3	0.7	0.1	0.0	0.3	1.5
Other countries								
Iceland	4.8	0.5	4.6	:	1.9	1.5	3.1	:
Norway	-0.5	0.2	-0.1	0.8	1.8	1.8	0.0	0.4
Switzerland	0.7	0.3	0.6	0.5	1.4	1.4	1.5	2.1
United States	0.7	0.0	0.3	0.6	3.1	2.0	1.3	1.6
Japan	-0.9	0.3	0.9	0.6	0.4	0.3	0.1	0.9

: Data not available.

* The seasonal adjustment does not include a working-day correction for Ireland, Portugal, Romania and Slovakia.

** Percentage change compared with the same quarter of the previous year calculated from non-seasonally adjusted data.

*** Percentage change compared with the same quarter of the previous year calculated from working-day adjusted data.

**** Growth rates are calculated using the trend component.

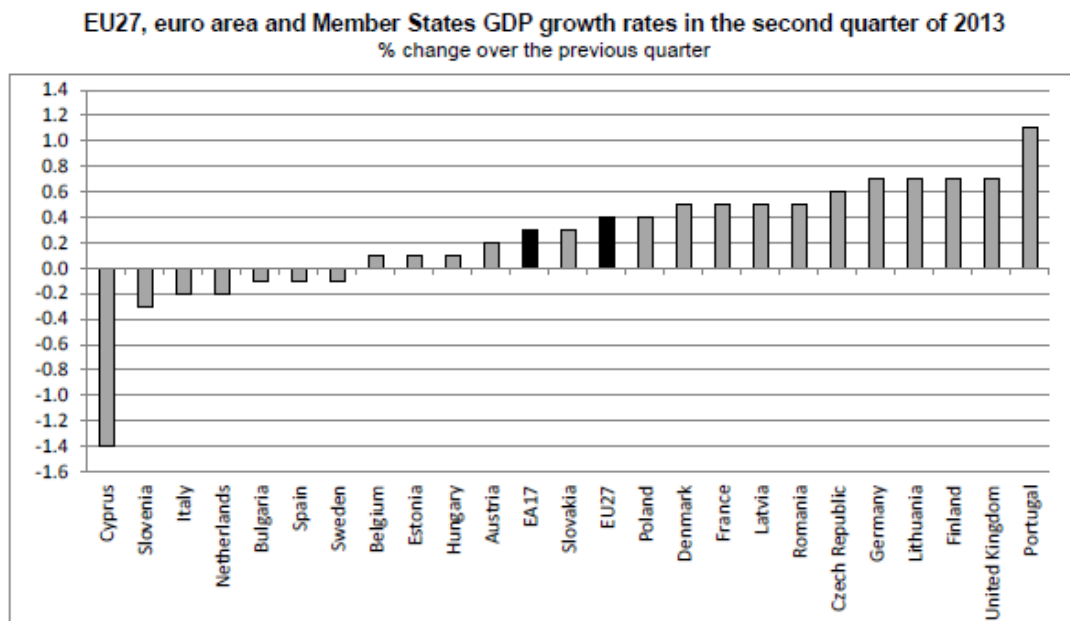
Fuente: Eurostat

Divergencias y sostenibilidad del crecimiento.

El crecimiento fue impulsado, de manera sorprendente, por Portugal, que registró un aumento del PIB del 1,1% en el segundo trimestre, seguido por Francia y Alemania, donde se observaron

incrementos del 0,7% y 0,5% respectivamente. Austria y Bélgica recogieron ligeros incrementos en el crecimiento. Sin embargo, el PIB cayó de nuevo en Italia, España y los Países Bajos, destacando cómo el promedio de la Eurozona oculta fuertes variaciones continuadas en el desarrollo económico de sus países miembros. Véase gráfico 17.

Gráfico 17.- PIB Q2 2013 distintos países Eurozona



Ireland, Greece, Luxembourg and Malta: data not available for the second quarter of 2013.

Fuente: Eurostat

La fuerte discrepancia en los crecimientos de los distintos países pone de manifiesto la fragilidad de la recuperación, sobre todo cuando se profundiza un poquito más en los datos, y cuyo análisis sugiere que la fortaleza del crecimiento en Francia y Alemania no es sostenible.

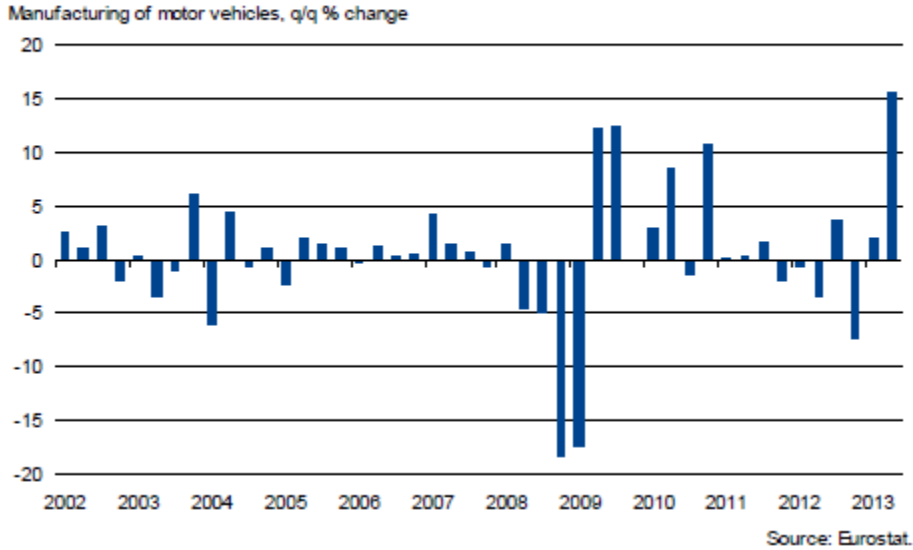
La producción industrial, de carácter volátil, fue impulsada por un sorprendente salto en la producción de bienes duraderos, dirigidos a su vez por un aumento de 15,7% en la producción de automóviles - el más grande jamás visto desde que los datos están disponibles, por primera vez en 1991. Este incremento no sólo es insostenible, sino que también está en desacuerdo con los datos del PMI, que tienden a dar una mejor imagen de la salud subyacente del sector manufacturero en su conjunto. Ver gráfico 18.

Pero lo más sorprendente, sin embargo, son los saltos en el PIB de Portugal y Francia, sujetos a un proceso de austeridad, los cuales implican claros interrogantes sobre cuáles son los motores de crecimiento subyacentes en las sólidas tasas de expansión en estos países durante el segundo trimestre. De hecho, además de la volatilidad en los números alemanes, destaca como la mayor parte de la divergencia entre una señal muy débil del índice manufacturero PMI

para la Eurozona para el segundo trimestre y el posterior crecimiento del PIB pueden ser explicados por la variación en el PMI francés y las cifras del PIB de Francia.

Gráfico 18.- Producción Coches Eurozona, variación Intertrimestral (%)

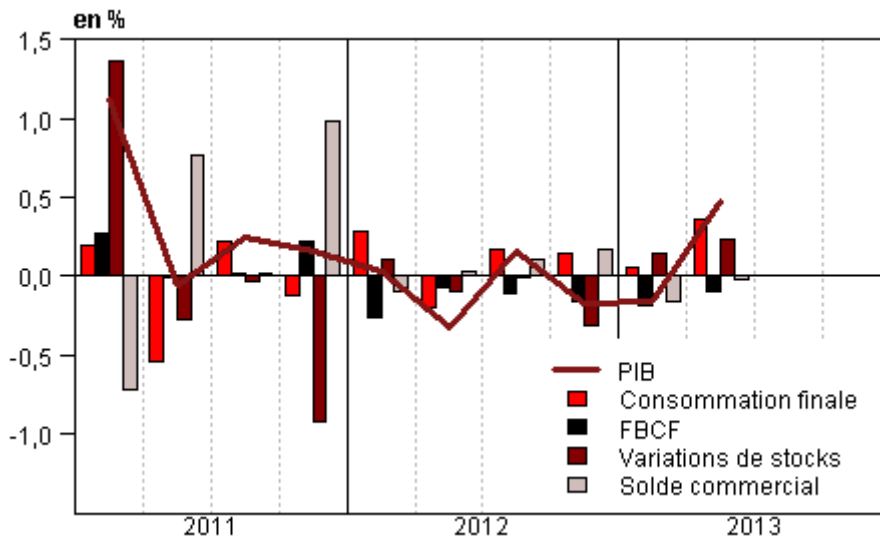
Eurozone car production



Fuente: Eurostat

La prestigiosa oficina estadística francesa, INSEE, asigna un aumento del PIB del 0,5% en el segundo trimestre, debido principalmente a la creciente demanda interna y a una recuperación de los inventarios. Sin embargo, ambos aspectos podrían desaparecer en el tercer trimestre: Por un lado, la confianza del consumidor se mantiene cerca de su punto más bajo, y los inventarios se reducirán a menos que la demanda vuelva a repuntar.

Gráfico 19.- Evolución del PIB francés

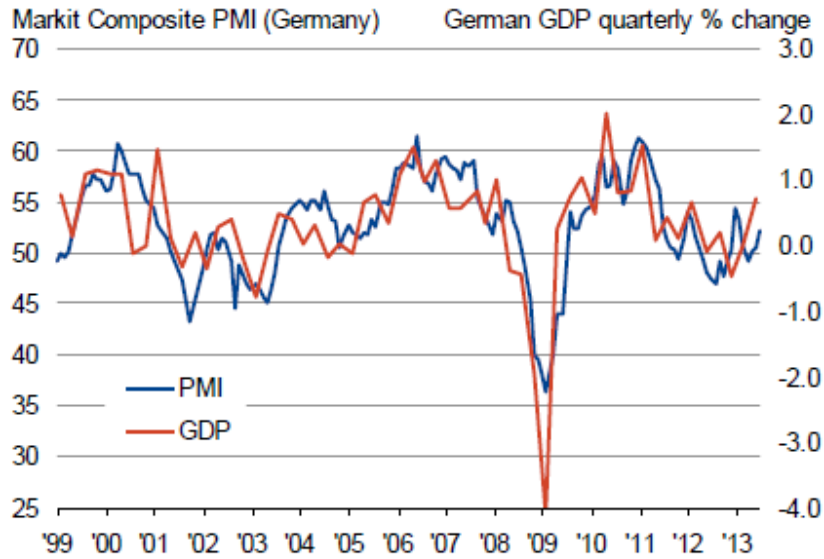


Fuente: Eurostat

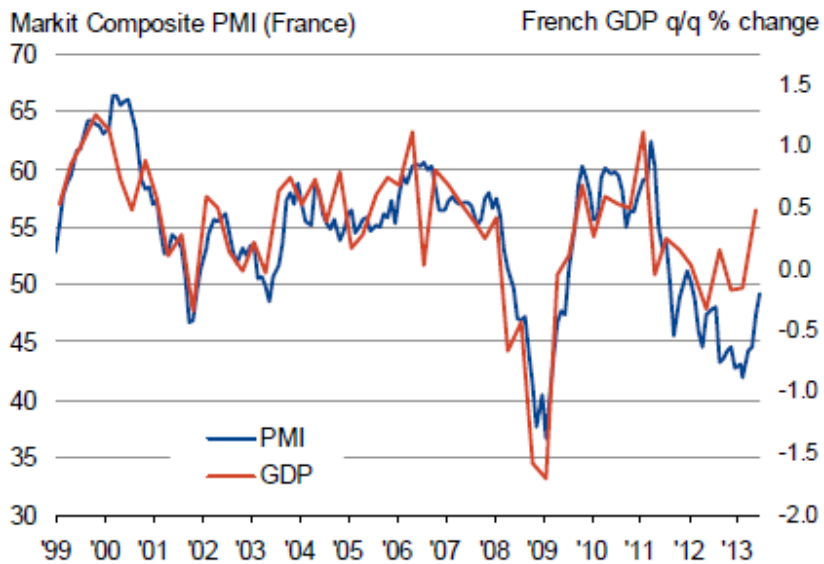
Por último, también hay cierta evidencia de que los repuntes en Alemania y Francia reflejan un repunte en el gasto nacional tras el mal tiempo que disuadió a los compradores en el inicio del año, algo que no obviamente no se aprecia en los índices PMI industriales y de servicios, lo que sugiere el carácter temporal de tal repunte.

Gráfico 19.- Evolución del PMI Compuesto y del PIB Alemania y Francia

Germany



France



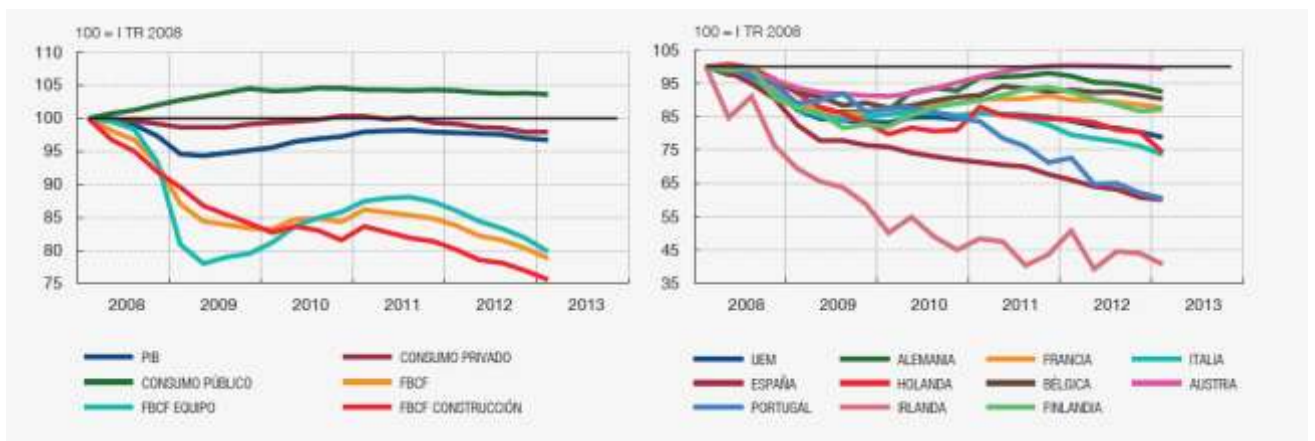
Fuente: Markit

6.2.- Crecimiento Estructural: Inversión en Capital Fijo

La inversión en la UEM, medida por la rúbrica de formación bruta de capital fijo (FBCF) en la Contabilidad Nacional, ha mostrado una gran debilidad durante los dos últimos años, situándose a principios de 2013 un 20 % por debajo del valor alcanzado en el primer trimestre de 2008.

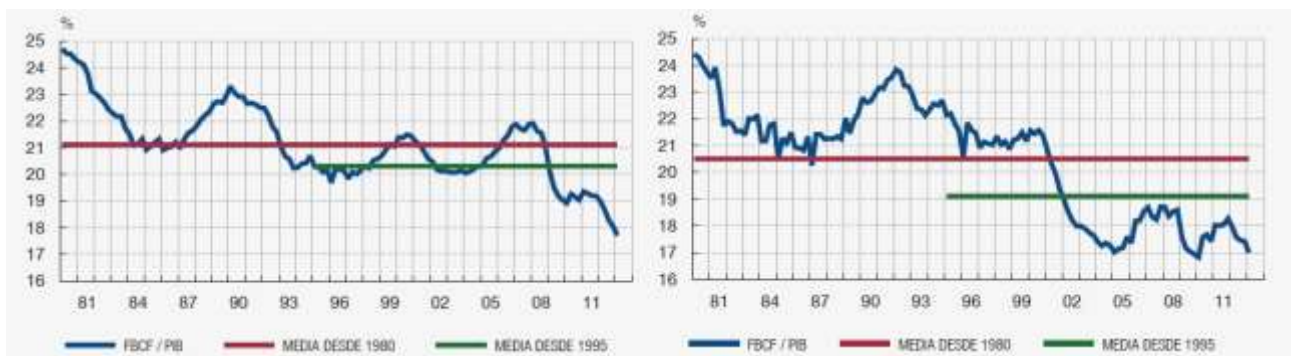
La evolución por componentes mantiene las pautas generales del agregado, si bien el retroceso de la inversión en construcción ha sido mayor que el de la inversión en equipo. Existe, además, una gran heterogeneidad por países, con fuertes caídas en los más afectados por la crisis financiera (en Irlanda, Portugal y España, el nivel se sitúa más de un 40 % por debajo del anterior a la crisis, y un 25 % en Italia), mientras que Austria es el único país que ya ha recuperado el nivel anterior. Alemania y Francia, por su parte, mantienen niveles que se encuentran alrededor de un 10 % por debajo de los alcanzados antes del comienzo de la crisis.

Gráfico 20.- Evolución del consumo e inversión en la UEM



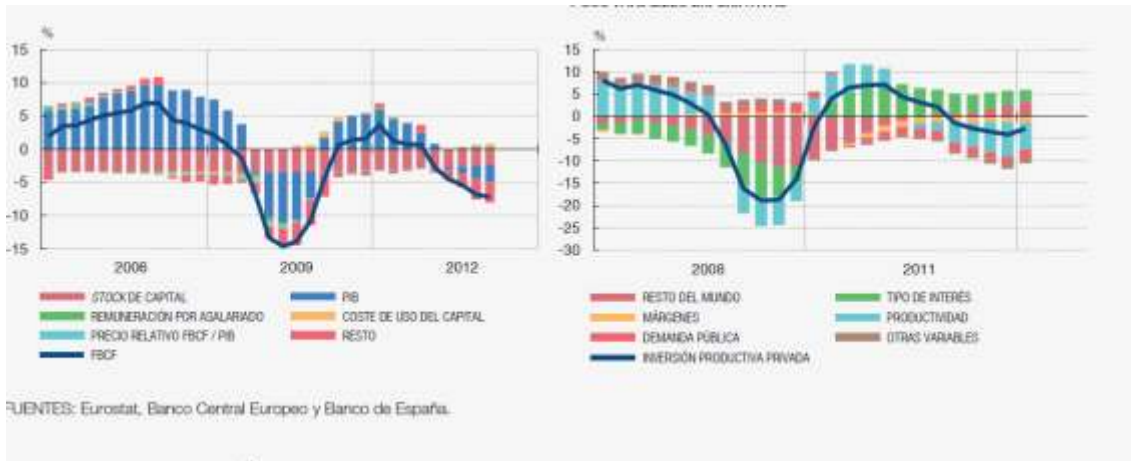
Fuente: Banco de España

Gráfico 21.- Ratio de FBKF sobre PIB. UEM y Alemania



Fuente: Banco de España

Gráfico 22.- Variables explicativas de la evolución de la inversión privada en la UEM



Fuente: Banco de España

Cuando se adopta una perspectiva temporal más amplia, el gráfico 21 muestra que el porcentaje del gasto total destinado a la formación bruta de capital fijo se encuentra en mínimos históricos.

Así, mientras que el gasto en inversión para el conjunto del área del euro osciló en torno al 21 % del PIB en el período 1980-2013, en la actualidad dicha ratio se sitúa por debajo del 18 %, habiendo retrocedido más de 4 pp desde el inicio de la crisis y 1,7 pp en los últimos dos años. Esta situación es, si cabe, más llamativa en el caso de Alemania (véase gráfico 21), donde el porcentaje del gasto destinado a la formación bruta de capital fijo lleva registrando valores muy inferiores a su media de largo plazo desde principios de siglo. Sin embargo, la caída más reciente de la ratio inversión/PIB, aunque bastante generalizada, viene asociada principalmente al comportamiento de los periféricos y a los Países Bajos.

Para poder profundizar en los determinantes del comportamiento de la inversión se han utilizado dos modelos empíricos. En primer lugar, se ha estimado una ecuación de inversión tradicional con datos de la UEM para el período 1970-2013. Este modelo postula que existe una relación de largo plazo entre, por un lado, el stock de capital y, por otro, su coste de uso y el precio de la inversión relativo al de la producción, variable esta última que trata de capturar el efecto de las mejoras tecnológicas incorporadas específicamente en el capital. De acuerdo con este modelo empírico, las variaciones de corto plazo de la inversión vendrían explicadas por el ciclo económico, así como por variaciones en el coste de uso del capital y de los otros factores de producción. En segundo lugar, se ha considerado un modelo de equilibrio general que intenta reproducir el comportamiento de un conjunto amplio de variables

macroeconómicas de España y el resto de la UEM, estimado con datos para el período 1999-2011. Esta aproximación permite explicar el comportamiento observado de la inversión a partir de la evolución de los determinantes estructurales más relevantes que lo han generado.

De acuerdo con la primera aproximación (véase gráfico 22), el stock de capital sería el principal determinante a largo plazo de la inversión, mientras que su dinámica vendría explicada sobre todo por el ciclo económico y, en menor medida, por el coste real de los factores. Sin embargo, la ecuación estimada, que aproxima razonablemente bien el comportamiento de la inversión en el período anterior a 2008, tiende a infra-estimar el retroceso de la inversión durante la Gran Recesión y, muy particularmente desde principios de 2012, lo que se refleja en persistentes residuos negativos, que, a su vez, presentan una correlación negativa y alta (en torno a $-0,5$) con medidas de incertidumbre macroeconómica utilizadas habitualmente en la literatura académica. Este resultado es coherente con un informe reciente de la Comisión Europea, que muestra empíricamente la relevancia, potenciada además desde el inicio de la crisis, de la incertidumbre en las decisiones de inversión y consumo de los agentes económicos.

Según esta aproximación, la atonía reciente de la inversión se debería principalmente al impacto negativo de la productividad, a la contracción de la demanda pública y a una cierta recuperación de los márgenes empresariales, que se verían compensados solo parcialmente por el tono acomodaticio de la política monetaria y la recuperación de la demanda mundial. Cabe señalar que en modelos de este tipo un impacto negativo tan significativo de la productividad se asocia frecuentemente en la literatura académica con variaciones en el grado de restricciones financieras o con aumentos aversión al riesgo.

En resumen, parece que una parte significativa del retroceso registrado por la inversión en los últimos años no podría explicarse por la evolución de sus determinantes macroeconómicos más habituales. Las estimaciones presentadas por estos modelos, y que se reflejan en los gráficos, serían coherentes con que factores asociados a la crisis financiera, tales como el grado de restricción financiera o la aversión al riesgo, o la incertidumbre macroeconómica en general podrían haber venido desempeñando un papel muy destacado a este respecto. Solventar estos impedimentos es una condición necesaria para que se pueda producir una recuperación significativa de la inversión que le permitiera recuperar sus niveles de largo plazo, y por ende de la economía de la Eurozona.

6.3.- La austeridad ha fracasado: R.I.P.

En las últimas semanas, los comentarios sobre la recuperación en ciernes de la zona del euro han ganado impulso. Sin embargo, tal como hemos visto, se debe prácticamente en su totalidad a factores temporales. Por lo tanto, no hay ninguna evidencia de que finalmente la austeridad esté funcionando. Los cínicos recuerdan que la recuperación europea supuestamente iba a tener lugar ya en el cuarto trimestre de 2010 y que todas las proyecciones del Fondo Monetario Internacional desde entonces han predicho una recuperación «para fines de este año». En lugar de ello, el PIB ha colapsado y se espera una contracción de las economías española e italiana cercana al 2 % este año. La economía portuguesa va rumbo a una reducción de más del 2 % y el producto griego caerá más del 4 %.

Además, el desempleo en la zona del euro se ha disparado para alcanzar una tasa promedio de aproximadamente el 12 %, con un desempleo juvenil de más del 50 % en los países de la periferia, que implica pérdida de talento y erosión de la base impositiva en el largo plazo. Y, a pesar del aumento del desempleo, el crecimiento de la productividad en la zona del euro es decididamente negativo.

Aún más significativo resulta que durante el último año la relación entre deuda pública y PBI aumentó 7 puntos porcentuales en Italia, 11 en Irlanda, en Portugal y 17 España. Si la condición sine qua non para la recuperación a través de la austeridad es la estabilización y la reducción de la deuda, el fracaso es rotundo.

Con esta situación de fondo, el regreso de los inversores internacionales para proporcionar financiación de corto plazo para la deuda bancaria europea y para la deuda soberana periférica obedece a una desesperada búsqueda de rendimientos, confiando tanto en la promesa del presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, de hacer «todo lo necesario» para salvar al euro; como en el paracaídas que supone la expansión cuantitativa de la FED. Pero tal como hemos comentado en las secciones 2 y 5, dichas políticas tocan a su fin.

De hecho, cualquier discurso de recuperación es prematuro hasta que las pérdidas incurridas por la austeridad sean recuperadas. En la situación actual, todos los países que han implementado programas de austeridad sin imponer pérdidas a los acreedores privados tienen ahora más deuda que cuando comenzaron. Por ejemplo, según las estimaciones oficiales, la deuda pública española, que solo llegaba al 36 % del PIB cuando comenzó la crisis, casi se ha triplicado –y es posible que el verdadero monto sea mucho mayor. Nuestras estimaciones sugieren que llegará al 140% del PIB en 2015. Y más revelador es que los países que más

recortaron el gasto experimentaron los mayores aumentos en el rendimiento de los bonos y el crecimiento más significativo de sus deudas.

La explicación es sencilla. Cuando un país resigna su soberanía monetaria, sus bancos en realidad se endeudan en moneda extranjera y resultan excepcionalmente vulnerables a los shocks de liquidez, como el que generó el colapso bancario europeo en 2010-2011. El gobierno, incapaz de imprimir moneda para rescatar a los bancos o aumentar la competitividad de las exportaciones a través de la devaluación de su moneda, solo puede elegir entre dos opciones: cesación de pagos o deflación (austeridad).

La lógica subyacente a la austeridad que los recortes presupuestarios, al reducir el peso de la deuda y devolver la confianza, en última instancia aumentan la estabilidad y apoyan el crecimiento. Pero, cuando un país y sus principales socios comerciales buscan simultáneamente la austeridad, la demanda global se desploma, todas esas economías se contraen y, a su vez, aumenta la relación entre sus deudas y sus PIB.

Pero el problema de la austeridad en la zona del euro es más de diagnóstico: los responsables de políticas intentan solucionar una crisis de deuda soberana, cuando el problema real es una crisis bancaria. El sistema bancario europeo triplica en tamaño y duplica en apalancamiento a su contraparte estadounidense y el BCE carece de autoridad como prestador de última instancia; el repentino cese del flujo de capitales a los países de la periferia en 2009 creó un sistema sediento de liquidez que era demasiado grande para ser rescatado.

Cuando los tenedores de los activos denominados en euros reconocieron esta situación, recurrieron al BCE para protegerlos (algo que el BCE no podía brindar en el mandato de su presidente anterior, Jean-Claude Trichet, cuyo liderazgo fue definido por su compromiso para mantener la estabilidad de precios). Los esfuerzos subsiguientes de los inversores para incorporar en los precios el riesgo de la disolución de la zona del euro –no el volumen de la deuda soberana– causaron que los rendimientos de los bonos se dispararan.

Sin embargo, el colapso en los mercados financieros alimentó el pánico entre los líderes de la zona del euro y los condujo a diagnosticar erróneamente la enfermedad y recetar la medicina equivocada, que solo ha servido para generar nuevos síntomas. Si bien la promesa de Draghi, encarnada en el programa de «transacciones monetarias directas» del BCE –así como su operación de refinanciamiento de largo plazo y el programa de asistencia de liquidez de emergencia– ha ganado tiempo y reducido los rendimientos, la crisis bancaria persiste en la zona del euro.

Los líderes de la zona del euro deben reconocer que los recortes del gasto no harán nada por estabilizar los balances de los bancos de los países centrales excesivamente expuestos a la deuda soberana de los países de la periferia. Hasta que Europa rechace la austeridad a favor de un enfoque orientado al crecimiento, todos los signos de recuperación serán ilusorios.

7.- ANTICIPANDO EL COLAPSO DE ESPAÑA

La dinámica en la que está envuelta la economía española no permite ver la luz al final del túnel. Muy al contrario, si no se hace nada para cambiarla en los siguientes trimestres, se producirá un colapso a nivel económico, financiero y social. La combinación no puede ser más explosiva: insostenibilidad de la deuda, deflación por endeudamiento, destrucción de empleo y pérdida de competitividad. Las tremendas desigualdades sociales unidas a la explosión de una burbuja financiera global nos darán la puntilla final.

La ortodoxia económica hizo un diagnóstico absolutamente erróneo de las razones que hay detrás de la actual crisis sistémica. Ni entendió ni entiende lo que es una recesión de balances. Desconoce cómo se forman los beneficios empresariales (son hilarantes aquellos análisis que sugieren una mejora de beneficios por reducción de costes). Sus recetas económicas, altamente tóxicas, están llevando a las economías de medio mundo a un callejón sin salida.

Olvídense, por lo tanto, de la verborrea que hay detrás del aparato mediático, económico, y académico próximo al actual ejecutivo. El encefalograma en esos entornos es prácticamente plano. Pero vayamos por partes.

7.1.- Insostenibilidad de la deuda

La deuda total de nuestra economía, privada y pública, se aproxima a los 4,5 billones de euros, alrededor del 425% de nuestro PIB. Véanse cuadros 6 y 7. Hablemos con claridad, es impagable, y lo saben. Pero no solo no hacen nada sino que desde 2010 se han promovido políticas económicas que tienen como objetivo último que sean los contribuyentes quienes sufraguen los desaguizados de los sectores privados que generaron la actual crisis sistémica - bancario, inmobiliario, y monopolios naturales-. Y derivado de estas políticas se detectan dinámicas divergentes en la acumulación de la deuda.

Por un lado, hay un proceso de reducción de la deuda privada concentrado exclusivamente en familias y empresas no financieras. Como consecuencia de ello estamos en una recesión de balances privados: el consumo y la inversión, y por lo tanto la demanda interna, se han

hundido, todo se destina a reducir esa deuda, especialmente complicado en un contexto de bajadas de rentas salariales.

Mientras, el sector financiero, insolvente, que fue quien concedió esa deuda, continuó incrementando la suya en plena crisis. Normal, ya que son los contribuyentes -vía FROB, SAREB y avales a esa deuda bancaria- quienes están sufragando sus multimillonarias pérdidas. Como consecuencia se produce una explosión del volumen de deuda pública.

Cuadro 6.- Evolución Deuda España por Sectores, 2008-actualidad (millones de euros)

<i>millones de euros</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
Total Deuda Economía Española	3,967,823	4,164,068	4,239,964	4,307,850	4,454,644	4,441,045
Administraciones Públicas	510,735	654,799	712,349	812,140	1,071,418	1,133,884
Administración Central	387,994	510,680	540,190	621,356	831,198	884,903
Comunidades Autónomas	73,700	92,174	119,621	138,310	181,174	189,008
Corporaciones locales	31,872	34,776	35,369	35,305	41,858	42,785
Administraciones Seguridad Social	17,169	17,169	17,169	17,169	17,188	17,188
Otros Sectores Residentes	3,457,088	3,509,269	3,527,615	3,495,710	3,383,226	3,307,161
Sociedades No Financieras	1,474,718	1,461,131	1,494,803	1,470,036	1,365,017	1,322,513
Sociedades Financieras	1,068,985	1,141,980	1,131,121	1,151,336	1,181,013	1,161,863
Hogares y Familias	913,385	906,158	901,691	874,338	837,196	822,785

Fuente: Banco de España y Elaboración Propia

Cuadro 7.- Evolución Deuda de España por sectores en el período 2008-actualidad (% PIB)

<i>% sobre PIB</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
Total Deuda Economía Española	364.8%	397.3%	404.2%	405.1%	424.4%	423.1%
Administraciones Públicas	47.0%	62.5%	67.9%	76.4%	102.1%	108.0%
Administración Central	35.7%	48.7%	51.5%	58.4%	79.2%	84.3%
Comunidades Autónomas	6.8%	8.8%	11.4%	13.0%	17.3%	18.0%
Corporaciones locales	2.9%	3.3%	3.4%	3.3%	4.0%	4.1%
Administraciones Seguridad Social	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Otros Sectores Residentes	317.8%	334.8%	336.3%	328.7%	322.4%	315.1%
Sociedades No Financieras	135.6%	139.4%	142.5%	138.2%	130.1%	126.0%
Sociedades Financieras	98.3%	109.0%	107.8%	108.3%	112.5%	110.7%
Hogares y Familias	84.0%	86.5%	86.0%	82.2%	79.8%	78.4%

Fuente: Banco de España y Elaboración Propia

El último dato conocido, correspondiente al segundo trimestre de 2013, y publicado el 13 de septiembre de 2013 por Banco de España, sitúa el volumen de deuda de las Administraciones Públicas, véase cuadro 2 de la sección 2, *según el protocolo de déficit excesivo*, en el 92,2% del PIB, nuevo récord histórico. Este criterio es más optimista que el utilizado en el cuadro 6 aunque el perfil es el mismo. La acumulación de deuda pública durante los años Rajoy no alcanza parangón en nuestra historia democrática: ha pasado del 70,4% a finales de 2011 al 92,2% actual. Normal, la política económica de Rajoy se diseñó en beneficio de las élites financieras y de nuestros acreedores. Rescates bancarios y carga financiera explican esta explosión.

7.2.- Deflación por deuda

El IPC de agosto de 2013, publicado el 13 de septiembre de 2013, véase cuadro 8, confirma que España ya ha entrado en deflación por deuda. El peligro real para la economía española es un descenso de los precios inducido por un montante total de deuda pública y privada que no se va a poder pagar. Se le conoce como deflación por endeudamiento. Olvídense, por lo tanto, de la mejoría de los mercados financieros en los últimos dos meses, que no obedece a ninguna recuperación real de los fundamentales patrios, y que tiene que ver con los ciclos de aversión-propensión al riesgo en los mercados financieros inducidos por la política monetaria de ciertos Bancos Centrales, especialmente la Reserva Federal de los Estados Unidos. Pero de eso ya hablaremos.

Cuadro 8.- IPC a impuestos constantes, variación intermensual e interanual.

Grupo especial	Índice	% Variación	
		Mensual	Anual
ÍNDICE GENERAL A IMPUESTOS CONSTANTES	101,9	0,3	-0,5
Alimentos con elaboración, bebidas y tabaco	104,8	0,2	1,9
Alimentos sin elaboración	109,4	1,0	6,5
Alimentos con bebidas y tabaco	106,2	0,4	3,3
Alimentos sin elaboración y productos energéticos	107,7	1,1	-1,0
Bienes industriales	99,6	0,1	-2,7
Bienes industriales duraderos	95,5	-0,1	-3,6
Productos energéticos	106,8	1,2	-4,8
Carburantes y combustibles	107,8	0,5	-3,8
Bienes industriales sin energía	99,3	-0,1	-2,2
Bienes industriales sin productos energéticos	96,6	-0,3	-1,8
Servicios	101,9	0,4	-0,3
Servicios sin alquiler de vivienda	102,0	0,4	-0,3
Índice general sin alimentos, bebidas y tabaco	100,8	0,3	-1,5
Índice general sin alquiler de vivienda	102,0	0,3	-0,5
Índice general sin productos energéticos	101,3	0,2	0,1
INFLACIÓN SUBYACENTE (Índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos)	100,7	0,1	-0,4
Índice general sin tabaco	101,7	0,3	-0,6
Índice general sin servicios	101,9	0,2	-0,6
Índice general sin carburantes ni combustibles líquidos	101,6	0,3	-0,2
ÍNDICE GENERAL A IMPUESTOS Y SUBVENCIONES CONSTANTES	101,5	0,3	-0,6

En agosto de 2013 las tasas de variación interanuales del IPC general a impuestos constantes aceleraron su caída al pasar de -0,2% a -0,5%, y la inflación subyacente de -0,3% a -0,4%. En septiembre de 2013, teniendo en cuenta que la subida del IVA se aplicó con fecha 1 de septiembre de 2012, la inflación en nuestro país entrará en territorio negativo.

Pero este descenso en los precios no está asociado a progresos tecnológicos y mejoras de productividad, como sugieren alguno de los espabilados que pueblan algún que otro Ministerio. El descenso de precios se debe en última instancia a los estragos sufridos por nuestra demanda interna, proceso que se acelerará por la incapacidad de los deudores para pagar sus deudas, salvo que se cambien radicalmente las actuales políticas económicas.

La deflación por deuda de Irving Fisher

Para entender estas dinámicas y las consecuencias negativas de las mismas deberíamos acudir al economista de la Gran Depresión Irving Fisher y su Teoría de Deflación por Deuda. De ser un monetarista recalcitrante se pasó a la heterodoxia, y acabó repudiando todo lo que conlleva la teoría monetaria. Fue además uno de los primeros en empezar a entender la naturaleza endógena de los ciclos económicos, junto a economistas de la talla de Nicholas Kaldor.

Irving Fisher describió como este proceso de desapalancamiento o reducción de deuda podría llevar a una deflación por deuda: la liquidación de la deuda obliga a vender los activos en una situación de dificultad o apuros, a una contracción de los depósitos, y a una desaceleración en la velocidad de circulación del dinero. Como consecuencia se produce un descenso en los niveles de precios, de manera que si no se implementan políticas económicas expansivas, se produciría aún una mayor caída en la riqueza neta de empresas y familias, precipitando bancarrotas, una reducción en la producción, comercio, y empleo, generando más pesimismo y pérdida de confianza, lo cual llevaría a una mayor desaceleración en la velocidad de circulación, y a una mayor caída de precios. Se produce, por lo tanto, aberraciones en los tipos de interés: mientras los tipos nominales caen, los tipos reales suben, de manera que la política monetaria es ineficiente, o, como pasa en la actualidad, cualquier intento de incremento en la base monetaria de la economía no tenga impactos en actividad, al descender bruscamente la velocidad de circulación del dinero.

Este esquema explica perfectamente la actual crisis económica y el colapso del sistema bancario de nuestro país. Por eso, si no queremos profundizar en la deflación por deuda que se encuentra en sus etapas incipientes es necesario no retrasar más las auténticas reformas estructurales, una reducción y reordenación de nuestro sistema bancario a costa de acreedores, unido a una reestructuración de parte de la deuda de las familias.

7.3.- Colapso de la Población Activa

El análisis de los datos de empleo correspondientes a agosto de 2013 es tremendamente representativo de lo que está ocurriendo en nuestro mercado laboral, un futuro sombrío en términos de crecimiento económico potencial.

Los datos de agosto recogen dos cifras aparentemente contradictorias pero que en realidad no los son. Por un lado, el número de parados baja en 31 personas; por otro, el número de afiliaciones a la seguridad social desciende en 99.069 ocupados con respecto a julio, un 0,60% menos. En términos interanuales, el descenso acumulado en el número de ocupados es de

568.290 cotizantes (-3,3%). ¿Cómo es posible que se reduzca, aunque muy tímidamente, el número de parados y disminuya fuertemente la ocupación?

Cae la población activa

El número de parados más el número de ocupados nos da la población activa, cifra que recoge, de entre los mayores de 16 años, aquellos que trabajan y los que activamente quieren trabajar y no lo consiguen. El resto, de entre los mayores de 16 años, constituye la población inactiva. El dato de agosto, por lo tanto, lo que nos dice es que disminuye la población activa, y se incrementa la suma conjunta de población inactiva, parados y jubilados.

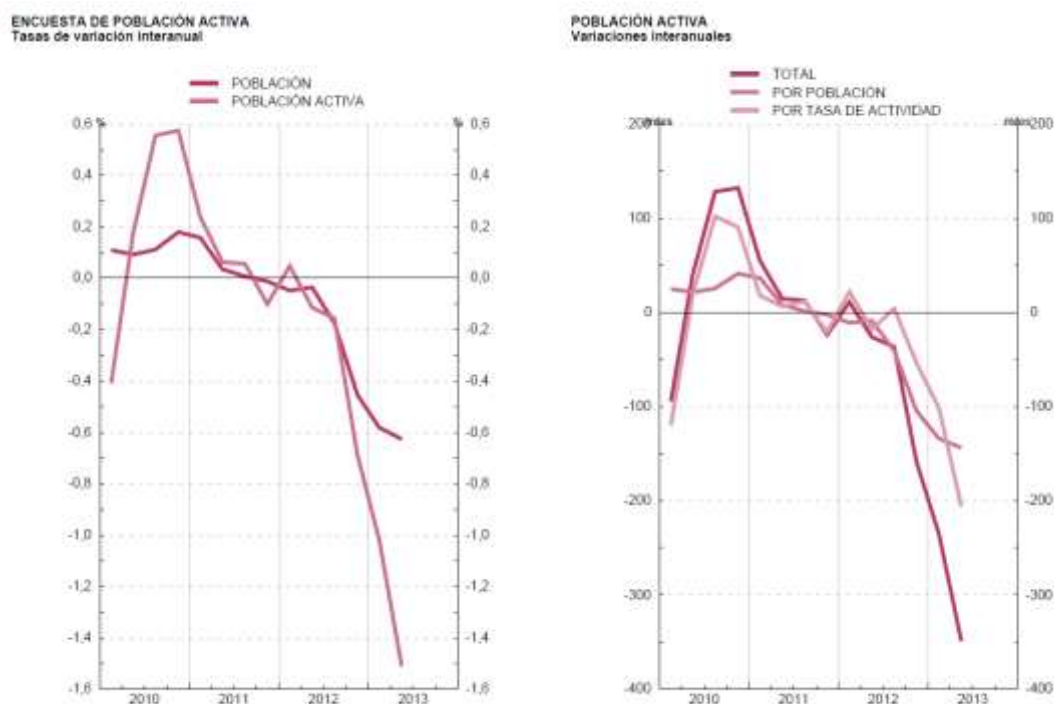
Para analizar las razones del descenso de la población activa véanse los gráficos, elaborados por Banco de España a partir de la Encuesta de Población Activa (EPA). En ellos se observa que desde la llegada al poder del actual ejecutivo, la población activa no ha hecho otra cosa que caer. Sólo existen dos razones para explicar cualquier descenso en la misma. Por un lado el descenso poblacional, y, por otro, el que se deriva de la falta de actividad y de expectativas, y que fuerza a que aquellos que están en edad de trabajar, hartos de esperar, deciden abandonar el mercado laboral y formar parte de la población inactiva.

Como se puede observar en las cifras recopiladas por Banco de España a partir de la EPA, en el último dato disponible la variación interanual de la población activa supone un descenso próximo a las 350.000 personas, de los cuales 143.000 se debe a descenso poblacional, y el resto, 206.000 a la falta de expectativas.

Por lo tanto, en el apartado de la actividad los datos dibujan un país con un gran problema de crecimiento potencial. Alcanzamos los 15.465.000 de personas inactivas, lo que sumado a los 5,976 millones de parados de la EPA y los 8 millones de jubilados, resulta que más de 28 millones de personas están fuera de la actividad, algo incompatible con alcanzar una economía de pleno empleo y con un crecimiento potencial cercano a la media de la UE.

Esto se traduce en que tenemos una tasa de empleo, número de ocupados sobre la población en edad de trabajar, del 50%, es decir solo trabajan la mitad de las personas que podrían hacerlo (entre 16 y 64 años). Esta tasa es muy inferior a los países más avanzados del norte de Europa. Por ejemplo, Francia tiene un 65%, Noruega o Suecia y Dinamarca alcanzan tasas superiores al 70%.

Gráficos 23 y 24.- Descenso de la Población Activa y su Explicación



Crecimiento potencial.

El crecimiento económico tendencial es la suma del crecimiento de la fuerza laboral más el crecimiento de la productividad. Dicho de otro modo, la tasa de crecimiento económico es igual a la tasa de crecimiento del número de trabajadores que producen más la tasa de incremento de la producción por hora y persona.

A su vez el crecimiento de la productividad se puede producir por una mejor formación de los trabajadores (crecimiento de la productividad del trabajo en sentido estricto) o por un incremento en la inversión por trabajador (crecimiento en la productividad de los factores)

Por lo tanto, las políticas basadas que tienen como objetivo aumentar el crecimiento económico deben operar a través de dos canales: incrementar el crecimiento de la productividad (formación e inversión), y/o incrementar la fuerza laboral. Sería necesario, por lo tanto, que las políticas propuestas recogieran una estructura de incentivos compatible con el crecimiento económico.

Sin embargo las políticas económicas del actual ejecutivo han ido en el sentido contrario. No han afrontado el problema estructural de nuestra economía, la brutal acumulación de deuda privada y pública. Por el contrario, en aras de la defensa de las élites financieras y de los acreedores foráneos, se han dedicado a plantear ajustes salariales y fiscales, estos últimos

basados exclusivamente en aumentos impositivos y en la reducción de los gastos sociales, educación y sanidad, básicos para garantizar la estabilidad del ya de por sí esquilmo factor trabajo.

Si a ello además sumamos el concepto de productividad erróneo utilizado por el gobierno y sus asesores, de carácter anticíclico, basado exclusivamente en la destrucción de empleo, el coctel no puede ser más explosivo en el medio plazo. Por un lado, hundimiento de nuestro crecimiento potencial que se sitúa próximo al 0%. Por otro, derivado del descenso en la población activa, caída de la masa salarial, y hundimiento del crecimiento económico, insostenibilidad de nuestro sistema público de pensiones. Es más necesario que nunca buscar fuentes de financiación alternativas a las cuotas.

7.4.- La Reforma de las Pensiones

La reforma del sistema de pensiones, recogida en su correspondiente anteproyecto y memoria, supone una considerable pérdida de poder adquisitivo para nuestros pensionistas, y no puede llegar en el peor momento posible. Intensificará la actual crisis económica. Además había alternativas.

En realidad, la propuesta realizada por el denominado “grupo de expertos” concibe las pensiones públicas bajo un sistema de capitalización, aplicando meros criterios actuariales. Y como tal, es de carácter político, no técnico.

Sistema de reparto y alternativas de financiación

El sector público tiene la responsabilidad ineludible de garantizar a los ciudadanos un determinado nivel de vida, aunque como estamos viendo en el devenir de cada día suceda todo lo contrario. En el tema de las pensiones era el momento de dejar claro que el sistema de reparto es el mejor posible, pero que no podemos empeñarnos en financiarlo sólo con cuotas. En el resto de Europa no es así.

Sólo en ocho de los 28 países de la Unión Europea las pensiones se financian exclusivamente con cotizaciones sociales, como sucede en España. En muchos países hay alternativas de financiación. Así, por ejemplo, en Dinamarca, más del 40% de la pensión final de los trabajadores se financia con ingresos generales; mientras que en Francia se creó en su momento un impuesto para dotar el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, siendo en la actualidad el segundo tributo en recaudación después del IVA.

Era el momento ideal para plantear, paralelo a una nueva propuesta de financiación de las pensiones públicas, una reforma en profundidad de nuestro sistema impositivo, injusto e

ineficaz. La mayoría de la recaudación recae sobre el factor trabajo y castiga vía impuestos indirectos a los más vulnerables. Y es tremendamente ineficaz, viendo el hundimiento en casi 10 puntos porcentuales de los ingresos fiscales en plena crisis económica, que a duras penas roza el 35% del PIB. Contrasta, por ejemplo, con la evolución de los ingresos fiscales en el país galo, por encima del 50%, y bastante inmune al ciclo económico.

Sin embargo no se ha hecho nada en este sentido. La propuesta de reforma de las pensiones gira exclusivamente alrededor de las cotizaciones a la Seguridad Social. Por un lado, se establece que las pensiones se revalorizarán en función de los ingresos y gastos del sistema, de manera que en años de déficit subirán 0,25%, y en años de superávit el incremento anual de los precios, medido por el IPC, más 0,25%. Por otro, se aplica un factor corrector por el efecto de la esperanza de vida, que en realidad sólo operará a partir del año 2030.

En la actual coyuntura de recesión de balances, teniendo en cuenta las medidas erróneas de política económica implementadas en nuestra querida España, si realmente se quisieran bajar las pensiones para ajustarlas a lo que se estima que se puede recaudar por cotizaciones implicaría que, por lo menos, se tendrían que reducir en un 50%, lo cual es un disparate.

El peor momento posible

La propuesta de reforma de las pensiones supone una merma para los pensionistas de 33.000 millones hasta 2022, creciente en el tiempo. Todo el ahorro proviene de la aplicación del nuevo índice de revalorización en función de los ingresos y gastos del sistema, y que implicará que durante un lustro los pensionistas pierdan poder adquisitivo de manera constante. Para empezar a ver el efecto de la esperanza de vida habrá que esperar a 2030.

La pérdida de poder adquisitivo de los pensiones, unida a la subida de impuestos indirectos como el IVA o las tasas locales, el copago farmacéutico, y la fuerte reducción en el gasto social, en dependencia, disminuirá de manera notoria la capacidad económica de los pensionistas. Ello es especialmente grave en un contexto como el actual donde, por un lado, el 27% por ciento de los hogares tienen como persona de referencia una persona jubilada o con una pensión distinta a la de jubilación, y, por otro, el único segmento de la población que mantuvo constante el gasto en 2012 fueron precisamente los jubilados. Supone el asalto de aquellos que generaron la crisis al último resorte de solidaridad intergeneracional, con las consecuencias sociales que ello conllevará.

En la encuesta de presupuestos familiares de 2012, véase gráfico 25, el gasto medio por hogar fue de 28.152 euros en 2012, un 3,4% menor que en 2011. El único segmento de la población que incremento ligeramente el gasto fue aquel donde el sustentador principal era un jubilado

o retirado, concretamente un 0,8%. El “pensionazo” supondrá que este segmento se verá obligado a disminuir su gasto. Ello hará aún más insostenible el actual sistema de financiación vía cuotas, y entraremos en un círculo vicioso. En un contexto de descensos del gasto social, bajadas salariales, aumentos de impuestos, la contracción económica se prolongará en el tiempo, descenderá aún más la población activa, así como la masa salarial, y el sistema se irá haciendo cada vez más insostenible, cuando en realidad había otras alternativas.

Gráfico 25.- Gasto medio por Hogar según Actividad Sustentador Principal.

Gasto medio por hogar y tasa de variación interanual por situación en la actividad del sustentador principal. Año 2012

Situación en la actividad del sustentador principal	Gasto medio por hogar (GMH)	Tasa de variación del GMH
TOTAL	28.152	-3.4
Ocupado	32.005	-4.0
Parado	19.152	-2.8
Jubilado o retirado	25.817	0.8
Otros inactivos (estudiante, dedicado a las labores del hogar, etc)	19.334	-3.0

La reforma, tal como se ha diseñado, demuestra además el profundo desconocimiento por parte de las autoridades políticas patrias y de los citados expertos de cuál es el importe de nuestras pensiones, muy alejado de los países europeos de referencia. Mientras la pensión media alcanzó los 945,45 euros en 2011, un 55% de las mismas -46% de las contributivas- es inferior a los 642 euros. Pero además es especialmente sangrante, cuando, por ejemplo, el coste estimado hasta ahora de la ayuda a la banca, entre el banco malo Sareb y el FROB, ya supera los 150.000 millones de euros, incrementado directamente en esa cuantía nuestra deuda pública.

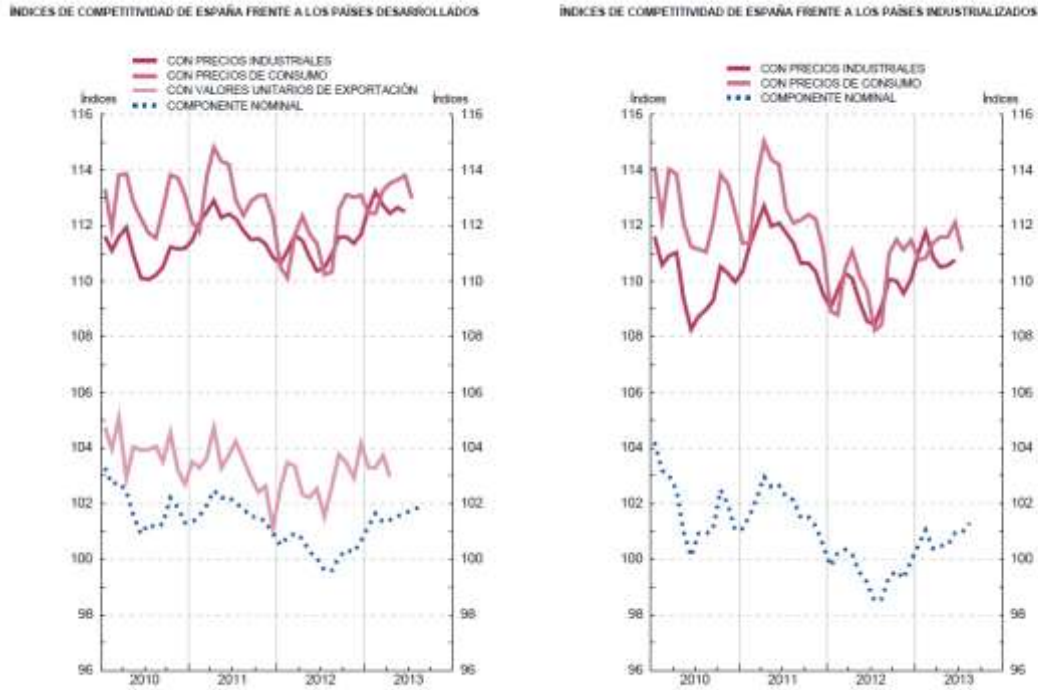
7.5.- España pierde competitividad

Paradojas de la vida, desde que llegó al poder el actual ejecutivo los índices de competitividad han empeorado. Tal como puede verse en los gráficos 26 y 27, publicado por Banco de España, todos los indicadores de competitividad –con precios industriales, precios de consumo, valores unitarios de la exportación- no han dejado de subir, lo que representa una pérdida de competitividad. Entonces, ¿de qué mejora de la competitividad hablan Montoro, Guindos, y compañía?

El hilo argumental del gobierno es que gracias a sus políticas de oferta las empresas españolas son más competitivas, exportan más, y el sector exterior es nuestra tabla de salvación. ¡No! La razón real del incremento de las exportaciones es el hundimiento brutal de la demanda interna

y la necesidad de nuestras empresas, haciendo de ésta virtud, de buscarse la vida allende nuestras fronteras.

Gráficos 26 y 27.- Índices Competitividad DE España frente a Países Desarrollados e Industrializados



El escenario actual de nuestra querida España, por lo tanto, no puede ser más desolador: insostenibilidad de la deuda, deflación por endeudamiento, destrucción de empleo, pérdida de competitividad, y empobrecimiento de la ciudadanía. Y en este contexto serán, finalmente, los mercados financieros los que acabarán dando la puntilla a nuestro país. La mayor parte de activos financieros están sobrevalorados, y es cuestión de tiempo esperar a que se desate la siguiente fase de venta masiva de los mismos. Ello sacará a la luz las miserias de nuestra economía.

8.- CONCLUSIONES

Después de más de seis años de una profunda crisis sistémica, no sólo se han puesto las bases para una recuperación económica sostenible, sino que las políticas económicas implementadas han generado una serie de dinámicas que acabarán colapsando la economía de la mayor parte de los países occidentales. En este documento me he centrado en describir los profundos errores de las políticas económicas propuestas por la ortodoxia, y sus consecuencias en dos aspectos fundamentales que se suelen olvidar: la mayor desigualdad y concentración de renta

desde los años previos a La Gran Depresión, y la generación de la mayor burbuja financiera de la historia. Como consecuencia de la dinámica en la que está envuelta la economía global, y la española en particular, si no se hace nada para cambiarla en los siguientes trimestres, se producirá un colapso a nivel económico, financiero y social.

En el caso de Estados Unidos, tanto el rápido crecimiento de la deuda pública, derivado del déficit fiscal de dos dígitos, como la sobrevaloración en términos absolutos y relativos de los mercados financieros estadounidenses, implica que nos estamos acercando al final de la actual expansión fiscal y monetaria. La FED poco a poco deberá ir limitando la expansión cuantitativa, más concretamente durante este mes dará a conocer las cuantía de compras que se irán retirando. Por otro lado, la política presupuestaria para el año fiscal 2014 será restrictiva. Como consecuencia entre el último trimestre de 2013 y a lo largo de 2014 se derrumbarán los beneficios empresariales, los mercados financieros y el crecimiento económico de Estados Unidos.

En el caso de la Eurozona el repunte del crecimiento en el segundo trimestre obedece a factores insostenibles, en particular un repunte relacionado con un clima más benigno y un salto récord en producción de automóviles. Esta recuperación contrasta con la debilidad recogida en distintas encuestas sobre expectativas de negocios. En este contexto es necesario un diagnóstico totalmente distinto al realizado por las autoridades europeas, y reconocer que el problema real de la Eurozona es una crisis bancaria. Por lo tanto se debería poner punto y final a las políticas de austeridad, cuyos efectos intensifican la actual crisis sistémica.

Finalmente, el escenario actual de España, y frente a las expectativas promedio del consenso de mercado, no puede ser más desolador: insostenibilidad de la deuda, deflación por endeudamiento, destrucción de empleo, pérdida de competitividad, y empobrecimiento de la ciudadanía.

Con lo fácil que hubiera sido haber hecho las cosas bien desde un principio. Lo más urgente, como condición necesaria, para una reactivación económica en el largo plazo pasaba por una reordenación y reducción del tamaño del sistema bancario patrio y global, que además conllevará una reestructuración ordenada de la deuda privada y pública existente, y donde los acreedores sufrieran la correspondiente quita. Al final, habrá reestructuración de la deuda global, pero será tarde, mal, y desordenada.