

El impacto de la crisis financiera sobre la economía española

La crisis financiera internacional y sus consecuencias sobre la economía global han modificado radicalmente el escenario en el que se tiene que desenvolver la economía española. Esta crisis, cuyo origen y desarrollo son analizados con detalle en otros capítulos de este *Informe Anual*, ha supuesto un conjunto de perturbaciones de naturaleza financiera y macroeconómica, que se han venido a superponer sobre el proceso de ajuste que se había iniciado ya internamente para corregir los principales desequilibrios acumulados durante la expansión del período 1995-2006. La corrección de esos desequilibrios, que basculan básicamente en torno a una elevada concentración de recursos financieros y productivos en el sector inmobiliario y un exceso de endeudamiento, sigue siendo una condición imprescindible para la salida de la crisis. La fuerte contracción de la demanda interna está produciendo una rápida reducción del déficit exterior y del peso del sector de la construcción, pero a un coste muy elevado en términos de actividad y empleo. Esta forma de ajuste hace más patente, si cabe, la necesidad de mejorar sustancialmente los niveles de productividad y el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores de producción para incrementar la competitividad de la economía española, particularmente dado el profundo deterioro del entorno exterior, y así asentar de nuevo las bases de un crecimiento económico sostenido.

En este capítulo se profundiza en el análisis de los principales canales a través de los cuales la crisis financiera y económica internacional está incidiendo sobre el proceso de ajuste iniciado en la economía española a finales de 2006. Para ello, se dedica un primer apartado a revisar, brevemente, la naturaleza de los desequilibrios que desencadenaron el ajuste y la dinámica a la que conducía la corrección de los mismos, incluso en ausencia de perturbaciones externas. En la sección siguiente se abordan los principales impulsos contractivos adicionales que la crisis ha venido a añadir: una reducción de la riqueza, derivada de la pérdida de valor de los activos financieros e inmobiliarios de las familias; una revisión de las expectativas de crecimiento de la renta disponible, que resultan ahora menos favorables; y unas condiciones crediticias más restrictivas, como resultado tanto del incremento de los costes de financiación de las decisiones de gasto como de unas mayores dificultades para obtener los recursos con los que financiar esas decisiones. Finalmente, se caracterizan los principales mecanismos de transmisión de dichas perturbaciones, centrando la atención en los que discurren a través del comportamiento del consumo y del empleo, puesto que es la evolución de estas variables la que, a la postre, cabe esperar que influya en mayor medida en el alcance de la crisis que atraviesa la economía española. El papel que desempeñan dichos mecanismos tiene gran relevancia para la adecuada comprensión de los desafíos a los que se enfrentan los agentes económicos y la política económica en una coyuntura tan adversa.

1 Antecedentes: los desequilibrios y su corrección

La crisis financiera incidió sobre la economía española cuando se estaba iniciando un proceso de ajuste, tras una larga expansión...

Durante su expansión, la economía española acumuló una serie de desequilibrios interdependientes entre sí, que se pueden condensar en dos: un abultado endeudamiento de las empresas y de las familias, que, al no estar compensado suficientemente por el mayor ahorro del sector público, se tradujo en un elevado recurso al ahorro exterior; y un peso excesivo del sector inmobiliario, en términos tanto de concentración de los recursos productivos en dicho sector —muy superior a lo observado en otros países— como de la importante materialización de la riqueza de los hogares en activos inmobiliarios.

A lo largo del período 1999-2006 la economía española experimentó un fuerte impulso de demanda: la demanda interna creció a una tasa anual media del 4,7%, con incrementos del consumo, la inversión en bienes de equipo y la inversión en construcción del 4,2%, 5,5% y

6,7%, respectivamente. Frente a esta expansión del gasto, la oferta también avanzó significativamente, pero a un ritmo menor: la producción se expandió a una tasa anual media del 3,8%, impulsada por una intensa creación de empleo sustentada en el dinamismo de la inmigración y el aumento de la tasa de actividad de la población nacional femenina. Por el contrario, en ese período se produjeron escasos avances en la productividad.

Este desequilibrio entre los crecimientos del gasto y la producción generó, por una parte, un endeudamiento exterior creciente y, por otra, una presión sobre los precios que contribuyó a mantener un diferencial de inflación positivo con respecto a los otros países de la zona del euro y, por tanto, una apreciación del tipo de cambio real y una pérdida de competitividad de los productos españoles.

... impulsada por un aumento del gasto que requirió un endeudamiento creciente de familias y empresas...

Al contrario que en otras etapas expansivas anteriores, el recurso a la financiación no estuvo protagonizado por el sector público, que redujo su deuda a lo largo de todo el período. Fueron las familias y las empresas españolas las que incrementaron muy rápidamente sus tasas de endeudamiento, aprovechando las facilidades existentes para acceder al crédito en un contexto marcado por la existencia de primas de riesgo muy reducidas y unas condiciones monetarias holgadas, con unos tipos de interés nominales —y, seguramente, reales también— por debajo de lo que habrían requerido las condiciones de demanda en España¹.

A su vez, la expansión trajo consigo un fuerte crecimiento de la tasa de empleo, que mejoró las expectativas de crecimiento de la renta bruta disponible y, por tanto, impulsó adicionalmente la demanda de crédito. Esta se vio igualmente propiciada por el creciente dinamismo del mercado inmobiliario y el elevado aumento de los precios de la vivienda.

Como resultado, la economía española, que en su conjunto prácticamente no precisaba de financiación exterior en 1996 (las operaciones financieras netas con el resto del mundo presentaban de hecho un superávit del 0,8% del PIB al final del año), en 2007 tenía unas necesidades de financiación que llegaban al 9,7% del PIB (un 11,1% para las sociedades no financieras y un 2,7% para las familias), a pesar de que las Administraciones Públicas aportaron una capacidad de financiación del 2,2% del PIB. En 2008, la necesidad total de recursos exteriores se situó en el 9,1% del PIB.

... que no era compatible con sendas «realistas» del coste de la financiación y del crecimiento económico

La tasa de avance del endeudamiento de las familias y de las empresas españolas resultaba excesiva, incluso en un contexto tan favorable para el mismo como el descrito. Tanto desde una perspectiva individual como desde una óptica agregada, el aumento de las deudas resulta justificado si el crecimiento futuro de los ingresos permite hacer frente a su pago sin que sea necesario llevar a cabo ajustes posteriores en la senda planeada de gasto. A este respecto, los resultados disponibles a partir de las simulaciones de distintas versiones de modelos de sustitución intertemporal del consumo especialmente diseñados para identificar los determinantes del endeudamiento sugieren que, para cumplir dicha condición, el incremento de los pasivos observado durante el período 1995-2005 requeriría que la renta per cápita española creciera a tasas superiores al 2% durante los próximos diez años². La simple extrapolación de los tipos de interés y las tasas de crecimiento de la renta observados durante la última década llevaría a un aumento de la tasa de endeudamiento de la economía española (la ratio de deuda externa sobre el PIB) unos 8 pp por debajo de lo efectivamente registrado³.

1. Véase J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas, *Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis*, Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. 2. Véase *Informe Anual, 2006*, recuadro 2.2. 3. Véase Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

La laxitud de las condiciones financieras propició también una excesiva concentración de recursos productivos en el sector inmobiliario...

El sector inmobiliario, por su propia naturaleza, es particularmente sensible a las condiciones financieras. La construcción de viviendas conlleva un proceso de producción largo y se suele realizar mediante promociones inmobiliarias que engloban un número elevado de unidades, por lo que esta actividad está muy condicionada por la disponibilidad de financiación. Por otra parte, la forma habitual de acceso a la vivienda, tratándose de un bien duradero que tiene un elevado peso en el presupuesto familiar, es mediante la constitución de un préstamo hipotecario. Esto hace que cambios en las condiciones de acceso al crédito afecten directamente tanto a la oferta (promotores, constructores) como a la demanda (familias, mayoritariamente) del mercado inmobiliario, produciendo variaciones considerables en el número de transacciones y en los precios.

Así, la mayor parte de las nuevas deudas de las familias estuvo dirigida a la compra de viviendas, de la misma manera que una parte significativa del crédito a sociedades se destinó a la promoción inmobiliaria. El número de transacciones inmobiliarias creció exponencialmente (llegando a alcanzar 955.000 en 2006), al tiempo que la construcción de nuevas viviendas se incrementó sustancialmente, de manera que el parque de viviendas aumentó a una tasa anual media del 2,7% entre 1995 y 2007 (de 18,3 a 25,1 millones), auspiciada también por la evolución alcista de los precios y por las expectativas de revalorización. Entre 1990-1998 y 1999-2007, la inversión residencial aumentó en casi 2 pp su peso en el PIB, del 5% al 6,8%, mientras que en Estados Unidos pasó del 4,4% al 4,8% y en el conjunto del área del euro se mantuvo constante alrededor del 5,5%. El aumento del peso del sector de la construcción también fue especialmente notorio en lo que se refiere al empleo: en 2007 este sector representaba un 13,2% del empleo total, 2,7 pp por encima del registrado en 1999. En Estados Unidos este porcentaje pasó del 7,1% al 8% durante ese mismo período. Hay que señalar, no obstante, que en nuestro país operaron factores idiosincrásicos como la dinámica demográfica, el atractivo como destino turístico o una mayor necesidad de mejorar nuestra dotación de infraestructuras, como corresponde a una economía en proceso de convergencia.

... y un rápido crecimiento del precio de la vivienda, que tampoco era sostenible

El dinamismo de la actividad vino acompañado de un rápido incremento del precio de la vivienda, que pasó de una tasa media del 1% entre 1995 y 1997 a otra del 18% entre 2003 y 2004. En media, entre 1995 y 2007 se registró un avance de un 10% anual. Como resultado, la ratio entre el precio de la vivienda y la renta bruta por hogar casi se duplicó en dicho período, pasando de 3,8 a 7. Tan pronto como en 2003, algunos estudios alertaban ya de que este crecimiento de los precios de los activos inmobiliarios resultaba excesivo. Por ejemplo, Ayuso y Restoy (2003) apuntaban que la sobrevaloración del precio de la vivienda podría situarse, a finales de 2002, entre un 20% y un 30%. Estimaciones más recientes procedentes de modelos macroeconómicos estilizados amplían algo dicho rango, reduciendo su límite inferior e incrementando el superior⁴.

Asimismo, el peso de los activos inmobiliarios en la riqueza de las familias alcanzó niveles muy elevados

La fuerte inversión en vivienda y el prolongado e intenso crecimiento de los precios inmobiliarios provocaron igualmente que la riqueza inmobiliaria aumentara significativamente. Según datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), en solo tres años, de 2002 a 2005, creció a una tasa media anual del 18%, en términos reales. De esos 18 puntos, alrededor de 15 fueron consecuencia del incremento del precio de la vivienda; y el resto, de la acumulación de nuevas propiedades inmobiliarias. Alrededor del 40% de las familias que tenían propiedades inmobiliarias en 2002 vio incrementado el valor de las mismas en más de un 75%, en

4. Véanse J. Ayuso y F. Restoy (2003), *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España; FMI (2008), *Economic Outlook*, abril, y Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

términos reales. Un 23% de las familias que no tenían propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal en 2002 pasó a tenerlas en 2005, con lo que el porcentaje de hogares con otras propiedades inmobiliarias, aparte de la vivienda principal, pasó del 30,1% al 34,5%, al tiempo que el de los propietarios de vivienda principal se mantuvo aproximadamente estable (un 81,9% en 2002 y un 81,3% en 2005)⁵. En 2002, un 61% de las familias que tenían una segunda vivienda hacía uso vacacional (o de otro tipo) de la misma. Dicho porcentaje había disminuido al 55,9% en 2005, lo que sugiere que una parte significativa de las transacciones inmobiliarias realizadas durante dicho período no estuvo motivada por la explotación directa de la vivienda como bien de consumo duradero.

En definitiva, el peso de la riqueza inmobiliaria sobre la riqueza total de los hogares españoles aumentó del 78,7% al 80% entre 2002 y 2005. Según estimaciones basadas en datos agregados, esta ratio podría haber aumentado aún más (unos 3 pp) durante los últimos tres años. En cualquier caso, la concentración de riqueza en activos inmobiliarios de los hogares españoles resulta elevada en comparación con otros países. Tomando como referencia aquellos en los que existen datos de naturaleza comparable a los de la EFF, se observa que en Italia dicha ratio es de alrededor del 75% y que en Estados Unidos pasó del 36,7% al 43,4% entre 2001 y 2004⁶.

Los mecanismos para reconducir estos desequilibrios fueron insuficientes...

Los esfuerzos para contener y reconducir estos desequilibrios no fueron lo suficientemente intensos como para impedir que se acumularan en demasía. Por una parte, los tipos de interés, fijados por la política monetaria a partir de las necesidades del conjunto del área del euro, resultaron más bajos de lo que la economía española, por su inflación y por la intensidad del crecimiento del gasto, hubiera necesitado. Por otra parte, la política fiscal, aunque permitió que se alcanzaran superávits que condujeron a una rápida reducción de la deuda, no compensó suficientemente el incremento del endeudamiento del sector privado ni se anticiparon en su totalidad las consecuencias que el ajuste de la economía podría tener sobre los presupuestos públicos. Por otra parte, desde una perspectiva de medio y largo plazo, la posición de las finanzas públicas, una vez tenidos en cuenta los gastos derivados del envejecimiento de la población que empezarán a hacerse más evidentes dentro de una década, no resultaba confortable. La regulación del suelo y de las políticas de promoción inmobiliaria y la insuficiente corrección del favorable tratamiento fiscal de la vivienda en propiedad tampoco ayudaron a corregir la elevada acumulación de recursos productivos en el sector de la construcción y de riqueza en activos inmobiliarios. Finalmente, las medidas encaminadas a potenciar aumentos de la productividad y una mayor movilidad del trabajo que hiciera menos costosa una necesaria reasignación del empleo desde el sector de la construcción hacia otros sectores se adoptaron tardíamente, cuando la maduración del ciclo se encontraba muy avanzada.

... y el ajuste se está produciendo por una intensa caída de la actividad...

La reconducción de las tasas de endeudamiento de las familias y de las sociedades no financieras y el ajuste inmobiliario se están produciendo mediante una intensa disminución de la demanda, que se está traduciendo en una mejora rápida del diferencial de inflación con respecto a la zona del euro y del déficit exterior y en una intensa destrucción de empleo, particularmente en el sector de la construcción. Esta forma de reabsorción rápida de los desequilibrios no debe interpretarse, sin embargo, como una corrección duradera de los mismos, que solo se alcanzará cuando se consiga consolidar una posición competitiva que facilite una mayor aportación del sector exterior al crecimiento del PIB en condiciones cíclicas normales y que permita la creación de empleo en otros sectores que absorban el excedente de mano de obra que se acumuló en las actividades inmobiliarias. De no ser así, la economía española se

5. Véase O. Bover, *Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005*, Documentos Ocasionales, n.º 0810, Banco de España. 6. Véase O. Bover, C. Martínez-Carrascal y P. Velilla (2005), «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

vería abocada a simplemente sustituir el déficit exterior por un desequilibrio interno caracterizado por una tasa de paro demasiado elevada y un nivel de PIB inferior al potencial.

... por lo que los retos que la corrección de los desequilibrios plantea siguen estando presentes

Los ajustes que tiene que realizar la economía española para adquirir unas bases más equilibradas y reanudar un crecimiento sostenible en el marco de los requisitos de estabilidad del área del euro siguen, pues, siendo necesarios. La pertenencia a la Unión Monetaria suministra un importante factor de protección, sin el cual todos los ajustes habrían sido más profundos y dolorosos, pero dentro de la misma la evolución de la tasa de crecimiento de la productividad y la respuesta de los costes de producción a las condiciones existentes en los mercados son factores decisivos para alcanzar y mantener una posición competitiva. Por consiguiente, la intensidad del ajuste depende básicamente de la capacidad para revertir las pérdidas de competitividad a través del crecimiento de la productividad, de la moderación de los márgenes empresariales y de los costes laborales, y de la flexibilidad del mercado de trabajo para poder absorber la reasignación sectorial del empleo.

Pero la mejora de la productividad y la contención de márgenes y costes comportan dificultades de envergadura. Por lo que respecta a la productividad, las medidas para incrementar de forma permanente su tasa de crecimiento necesitan, para desplegar toda su eficacia, un largo período de tiempo. Por lo que se refiere a la contención de costes y márgenes, resultará difícil que se produzcan avances significativos mientras no se aborden de manera más enérgica los problemas estructurales en el funcionamiento de algunos mercados, derivados de una regulación que no favorece suficientemente la competencia y la flexibilidad.

En lo referente al ajuste inmobiliario, los procesos de sobredimensionamiento de un sector son siempre costosos de reconducir, porque requieren una reasignación de recursos productivos. En este caso, dado el uso intensivo del factor trabajo en la producción de inmuebles, los costes del ajuste dependerán también de manera crucial de la capacidad del mercado laboral para acomodar de manera suficientemente flexible ese proceso de reasignación y evitar así un crecimiento excesivo y duradero de la tasa de paro.

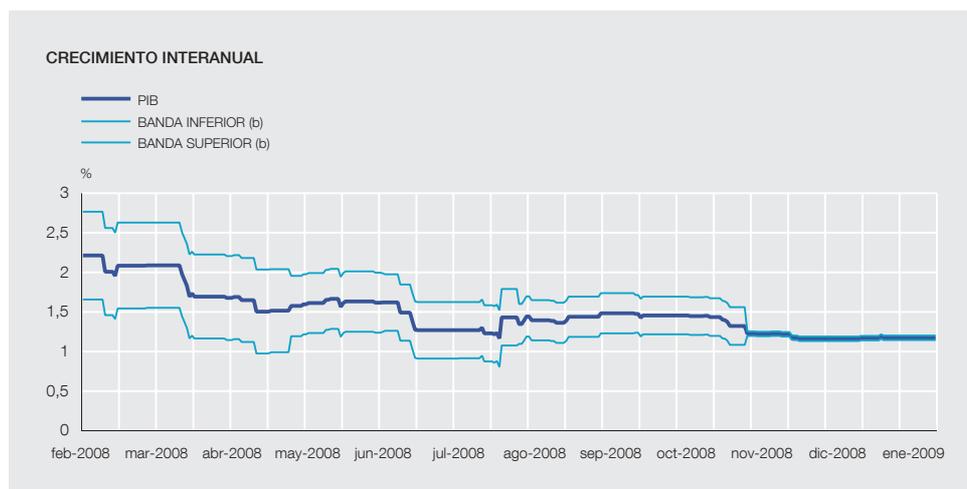
2 Las consecuencias de la crisis financiera

Durante la primera fase de la crisis financiera internacional, la desaceleración económica fue moderada...

La crisis financiera y económica internacional, sin embargo, sí ha trastocado sustancialmente el escenario en el que tendrán que llevarse a cabo los ajustes que requiere la economía española.

Durante la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008, la sólida situación del sistema financiero español y la rápida respuesta del Eurosistema ante las tensiones de liquidez permitieron amortiguar los efectos del primer embate de la crisis, de manera que la senda de desaceleración que venía registrando la actividad económica en nuestro país no se agudizó de una manera significativa. La tasa media de crecimiento del PIB en los cuatro trimestres posteriores a mediados de 2007 fue 1 pp inferior a la del promedio de 1999-2007 (2,8%, frente al 3,8%), mientras que en los casos del consumo de los hogares y de la formación bruta de capital fijo dicho diferencial alcanzó 1,8 pp y 3,6 pp, respectivamente. Solo en el sector de la construcción, donde la desaceleración se había iniciado ya en el último trimestre de 2006, el diferencial de crecimiento entre ambos períodos fue especialmente acusado (casi 6 pp). El gráfico 2.1, que muestra las estimaciones de la tasa interanual de crecimiento del PIB que ha venido proporcionando un modelo de previsión en tiempo real de la economía española a lo largo de 2008, ilustra que los indicadores coyunturales no comenzaron a anticipar hasta finales de marzo la fuerte desaceleración que acabó teniendo lugar, y ya con mayor claridad a partir de finales de junio⁷.

7. Este modelo de predicción en tiempo real de la economía española está diseñado de forma similar al EUROSTING. Véase M. Camacho y G. Pérez-Quirós, *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of Euro Area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

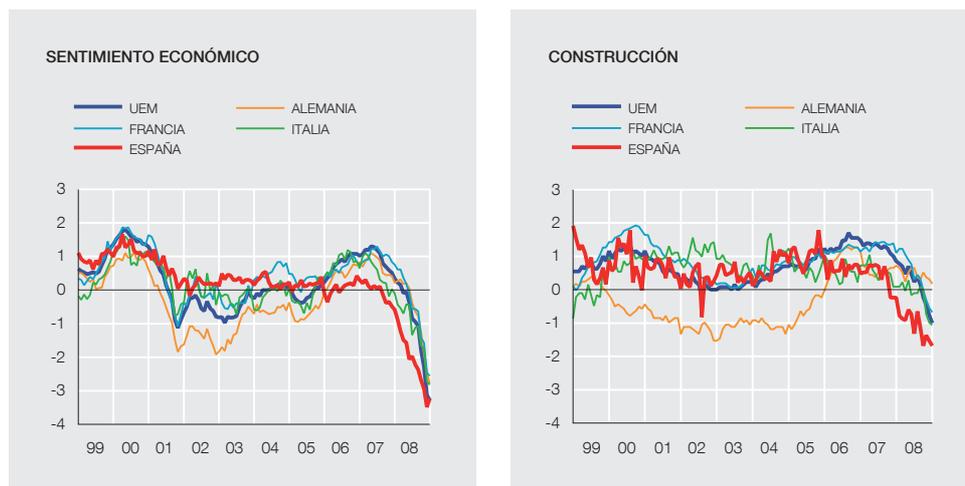
- a. PIB en términos reales.
- b. Bandas de confianza al 95%.

Por otro lado, para valorar adecuadamente la desaceleración observada hasta mediados de 2008, es necesario tener en cuenta que, al margen del inicio de la crisis financiera, los tipos de interés habían mantenido una trayectoria alcista desde finales de 2005, aunque se mantenían aún en niveles moderados. También es relevante recordar el fuerte incremento del precio del petróleo y de las materias primas, que solo se revirtió a partir del tercer trimestre de 2008, si bien el efecto de estos aumentos sobre la actividad en las economías occidentales fue, en general, menor que en episodios anteriores de fuertes subidas⁸. En definitiva, la desaceleración observada hasta mediados de 2008 no parecía apartarse de un patrón de relativo gradualismo.

... pero su agudización ha puesto en marcha mecanismos de amplificación...

A partir de septiembre de 2008, la crisis financiera internacional se recrudeció y se extendieron los graves problemas de solvencia de las entidades financieras internacionales, que en meses anteriores parecían haberse concentrado, con excepciones puntuales, en la banca de inversión estadounidense y en bancos comerciales excesivamente orientados a fórmulas de titulización muy complejas y a través de vehículos especiales. La quiebra de Lehman Brothers y el episodio de AIG generaron un grave deterioro en la situación de incertidumbre y de crisis de confianza. Como muestra el gráfico 1.1, las cotizaciones bursátiles retrocedieron bruscamente y su volatilidad aumentó de manera sustancial, superándose de manera holgada los registros alcanzados hasta ese momento. Las primas de riesgo de los bonos corporativos experimentaron también fuertes crecimientos, y la información procedente de las diferentes encuestas disponibles muestra que las condiciones crediticias se endurecieron adicionalmente. En este contexto de turbulencias en los mercados de capitales, se produjo un incremento generalizado de los costes de la intermediación financiera que tiene por sí mismo un efecto negativo sobre la actividad, similar a los que se derivarían de un descenso de la productividad, ya que, al aumentar el coste de uso del capital, se reduce la inversión productiva.

8. Véase A. Nákov (2008), «Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.



FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos normalizados.

... y ha producido una pérdida percibida de riqueza...

Una de las principales consecuencias de estos acontecimientos extraordinarios ha sido la pérdida de riqueza. Por un lado, los precios de los activos financieros han caído considerablemente. Por otra, el endurecimiento de las condiciones crediticias ha presionado adicionalmente a favor de una corrección más rápida de los precios de los activos inmobiliarios, que, en condiciones normales, solían mostrar pautas de ajuste relativamente lentas.

Los efectos de esta caída de la riqueza sobre la actividad se ven amplificados en situaciones como la actual, en la que la incertidumbre dificulta la valoración de activos y se extiende la desconfianza sobre la solvencia de los agentes. Estas condiciones llevan a las familias a incrementar su ahorro por motivo de precaución, y a las empresas, a preservar su capital circulante y a posponer proyectos de nueva inversión. Y, a su vez, la reducción del valor del colateral que unas y otras pueden ofrecer para la obtención de créditos con los que financiar sus decisiones lleva a las entidades a exigir mayores garantías a cambio de la asunción de riesgos. El gasto, por tanto, se ve adicionalmente constreñido y las condiciones financieras se convierten, de este modo, en un mecanismo amplificador de la perturbación original que causó la caída inicial en la riqueza. Este fenómeno es el que se conoce como «acelerador financiero» en la literatura sobre la propagación de las fluctuaciones económicas. De hecho, según la evidencia empírica disponible en este campo, las perturbaciones de origen financiero y el mecanismo de aceleración financiera descrito anteriormente explican una parte importante de las fluctuaciones pasadas del PIB, la inflación, el consumo y la inversión, tanto en el área del euro como en Estados Unidos. En particular, ha desempeñado un papel especialmente importante en la amplificación de las perturbaciones monetarias, que mueven los precios y la producción en la misma dirección⁹.

... un cambio drástico en las expectativas de familias y empresas...

La crisis ha modificado no solo las expectativas de los agentes sobre las rentabilidades futuras de sus activos financieros e inmobiliarios, sino que también han afectado a sus perspectivas de rentas laborales futuras. El gráfico 2.2 muestra que los indicadores de sentimiento económico han sufrido un retroceso bastante acusado a partir de mediados de 2007, que se intensifica a lo largo de 2008. Esta caída se ha producido de forma similar

9. Véase L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2008), *Financial Factors in Business Cycles*, manuscrito.

en España y en el conjunto del área del euro. Así, entre junio de 2007 y diciembre de 2008, el indicador de sentimiento económico registra una caída de 35,1 puntos en España (42,1 puntos en la UEM). En el resto de indicadores de confianza, salvo en el relativo al sector de la construcción, la evolución también ha sido muy similar, si bien la confianza de los consumidores cayó algo más en España en dicho período (33 puntos, frente a 28 en el conjunto del área del euro). En el sector de la construcción, donde la evolución del indicador de confianza muestra una evolución más dispar —en particular, por Alemania—, la caída de la confianza también ha sido más elevada en España que en el resto de países. Esta fuerte caída de la confianza refleja unas menores expectativas de crecimiento de la renta disponible de los hogares asociadas al negativo comportamiento del empleo y, quizá, a las posibles repercusiones del propio coste fiscal de la crisis, aunque podría también incluir un componente de sobre-reacción transitoria a la sucesión de noticias negativas derivadas de la crisis financiera internacional.

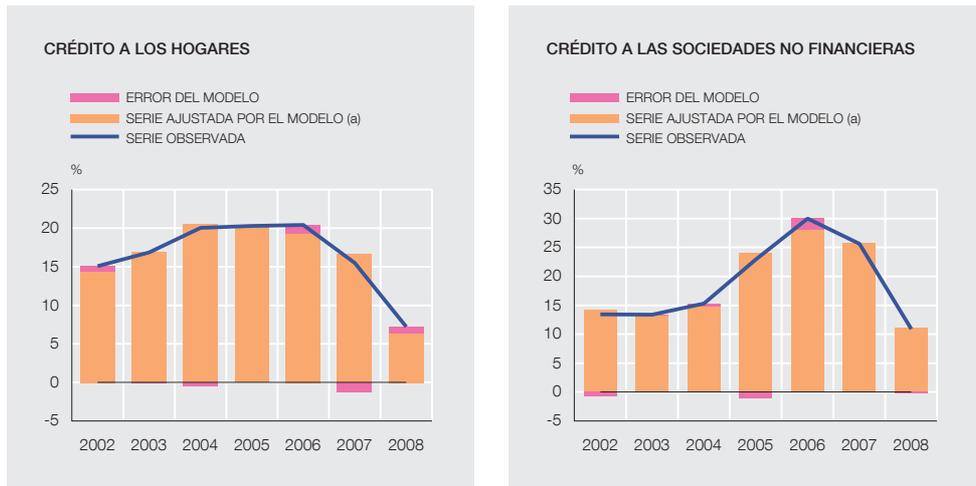
... con efectos importantes sobre la demanda de crédito...

El crédito a los hogares, que estuvo creciendo a tasas superiores al 20% durante los trimestres finales de la expansión, pasó a crecer a una tasa interanual en el entorno del 5% a finales de 2008. La desaceleración fue más acusada incluso en las sociedades no financieras, especialmente en el caso de la construcción y las actividades inmobiliarias. Adicionalmente, el indicador de la financiación bancaria a las empresas, que, además del crédito en balance, tiene en cuenta el volumen de fondos disponible a través de líneas de crédito abiertas, mostraba un dinamismo menor. Las expectativas menos favorables sobre el crecimiento en el medio y largo plazo, las menores perspectivas de revalorización de la riqueza inmobiliaria —principal activo de garantía de las familias y de algunas empresas en el momento de solicitar un préstamo—, el cambio de tendencia de los tipos de interés a finales de 2005 y los propios niveles de endeudamiento alcanzados han propiciado una progresiva modulación de la demanda de crédito de los agentes privados.

... y sobre la oferta, afectada también por otros factores relacionados con la crisis...

Pero este comportamiento del crédito se ha visto afectado también por factores cíclicos de oferta. De este modo, ante el debilitamiento corriente y previsto de la actividad económica, los intermediarios financieros han rebajado sus estimaciones de la capacidad de pago de sus prestatarios y han reevaluado, al alza, los riesgos asociados a los proyectos financiados, lo que se ha traducido en un endurecimiento de sus condiciones crediticias. Sobre este impulso cíclico negativo a la oferta de crédito se han superpuesto, en el contexto actual, otros más directamente vinculados a la crisis financiera, como son una reevaluación generalizada del precio del riesgo, una menor disponibilidad internacional de fondos y las presiones del mercado sobre las ratios de capital de las entidades financieras en un entorno de creciente desconfianza.

El gráfico 2.3 muestra que los determinantes cíclicos fundamentales del comportamiento del crédito (tipos de interés, riqueza, tasa de desempleo y tasa de crecimiento del PIB), que inciden tanto sobre su demanda como sobre su oferta, permiten explicar de una manera razonable la evolución de esta variable a lo largo de 2008. Como muestra el recuadro 2.1, la información procedente de encuestas a entidades financieras, que permite profundizar más en el análisis del papel desempeñado por los distintos factores de demanda y de oferta que subyacen a la evolución observada del crédito, tiende también a confirmar la importancia de estos factores cíclicos. En particular, indica que han sido las expectativas de las entidades financieras sobre la evolución económica, y no tanto posibles problemas de disponibilidad de fondos o de nivel de capitalización, las que explican en mayor medida la contracción de la oferta de crédito a lo largo del pasado ejercicio.



FUENTE: Banco de España.

a. Obtenidas a partir de las ecuaciones presentadas en *The determinants of household credit in Spain* [Nieto (2007)] y en *Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España* [Marqués et ál. (2005)], reestimadas con información hasta el segundo trimestre de 2008.

... conformando un escenario en el que el ajuste del endeudamiento y de la expansión inmobiliaria tiene que hacerse en condiciones especialmente difíciles

La crisis financiera y económica internacional ha limitado drásticamente la posibilidad de que la demanda externa desempeñara un papel compensador de la necesaria contención de la demanda interna, y ha añadido impulsos contractivos adicionales que han intensificado la caída de la actividad y la destrucción de empleo. Estos impulsos negativos adicionales han transcurrido a través de una disminución de la riqueza y de un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito que han deprimido la demanda de consumo y de inversión, sumando severidad a la pérdida de dinamismo de la actividad. Así, en muy pocos meses se ha pasado de un escenario de desaceleración basado en una corrección gradual del gasto y de los precios de la vivienda, que contaba con un cierto margen de apoyo en la política fiscal y en la demanda exterior, a otro caracterizado por un grave deterioro de la confianza de los agentes y un endurecimiento de las condiciones crediticias que lastran de manera más severa las decisiones de gasto; por una recesión global, que limita la capacidad de la demanda exterior para compensar, al menos parcialmente, la menor demanda interna; y por un cambio sustancial en la posición presupuestaria del sector público, como resultado del incremento de los gastos que comporta la crisis y de una modulación de los ingresos públicos proporcionalmente mayor que la del PIB como consecuencia de un retroceso significativo de los impuestos directos e indirectos, en particular de los asociados a la actividad inmobiliaria, que durante el período 1998-2006 habrían supuesto un incremento acumulado de recaudación de en torno a 2 pp del PIB¹⁰.

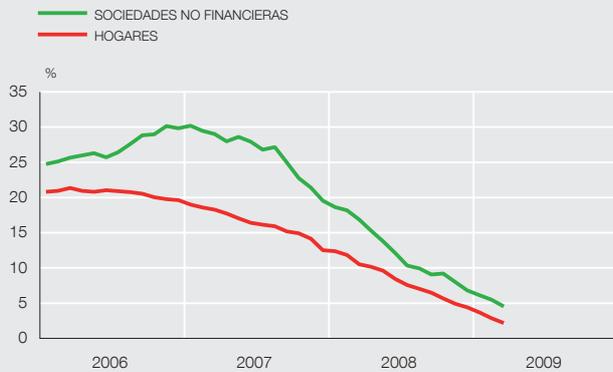
La recesión tiene también efectos sobre la productividad que discurren en ambos sentidos. Por una parte, la destrucción de los puestos de trabajo menos productivos y la reasignación sectorial del empleo tienden a generar incrementos de la productividad en el corto plazo. Por otra parte, no es descartable que, a medio y largo plazo, la crisis económica tenga un impacto negativo porque las empresas y las Administraciones Públicas pueden verse constreñidas a recortar en mayor medida los gastos en I + D que otros gastos corrientes, a la vez que el aumento de las primas de riesgo y el endurecimiento de las condiciones crediticias pueden

10. Véase de F. Castro, Á. Estrada, P. Hernández de Cos y F. Martí (2008), «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 71-81.

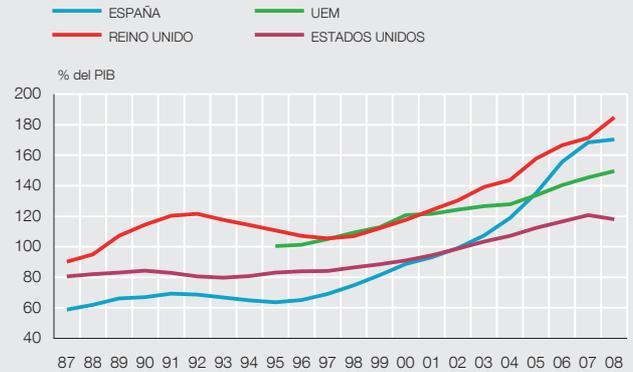
El crédito concedido por las entidades financieras a las familias y empresas ha mostrado una rápida desaceleración durante el pasado ejercicio, manteniéndose así el perfil de moderación que se inició a finales de 2006 (véase gráfico 1). Concretamente, la tasa inter-

anual de crecimiento de la financiación bancaria de los hogares se redujo entre finales de 2007 y diciembre de 2008 en 8 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 4%, mientras que la correspondiente a las sociedades lo hizo en 13 pp, hasta algo menos del 7%.

1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO. TASAS INTERANUALES



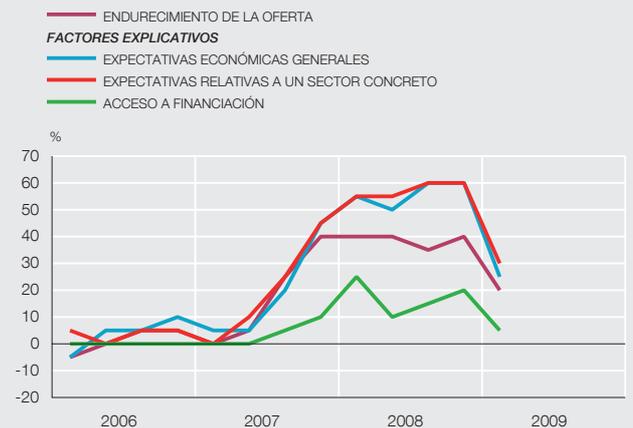
2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN % DEL PIB



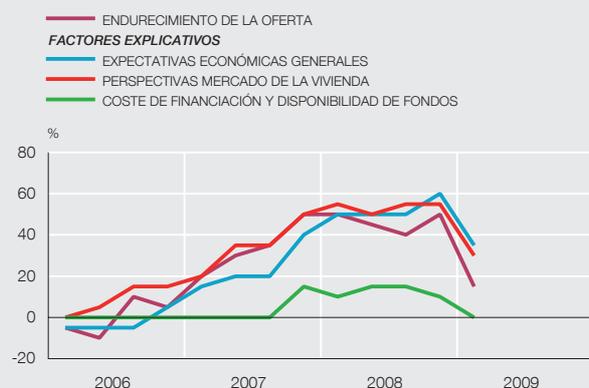
3 VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE CRÉDITO (a)



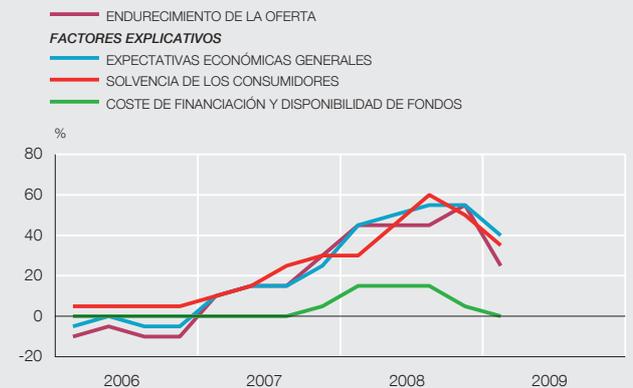
4 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. SOCIEDADES (b)



5 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. HOGARES. VIVIENDA (b)



6 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. HOGARES. CONSUMO Y OTROS FINES (b)



FUENTE: Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan un cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1.

b. Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerablemente \times 1 + % de entidades que señalan cierto endurecimiento \times 1/2 - % de entidades que señalan cierta relajación \times 1/2 - % de entidades que señalan una relajación considerable \times 1.

El indicador de la financiación bancaria a las empresas que se obtiene sumando a los préstamos en balance el volumen de fondos disponibles a través de líneas de crédito abiertas, que aproxima mejor la evolución oferta de crediticia a este sector, evidenciaba al cierre del pasado ejercicio un ritmo de avance menor (por debajo del 2%)¹. Durante la parte transcurrida de 2009 se ha prolongado la pauta de menor dinamismo de los recursos ajenos captados por el sector privado.

Para valorar adecuadamente esta evolución, es importante tener en cuenta que el crédito presenta una elevada prociclicidad. En particular, durante el ciclo expansivo tiende a avanzar rápidamente, ya que tanto los demandantes de fondos como los oferentes suelen formar unas expectativas optimistas sobre la generación de rentas futuras de los primeros, mientras que lo contrario sucede en etapas recesivas. Asimismo, unos y otros tienden a ser más laxos en su valoración de los riesgos asociados a esas rentas futuras. Cuando, como en la actualidad, se alcanza la fase bajista del ciclo, esas mismas fuerzas actúan en dirección contraria, de modo que se frena el avance de la financiación bancaria.

Por otra parte, para contextualizar la evolución más reciente del crédito resulta relevante recordar su notable dinamismo entre 1996 y 2005, período en el que la ratio crédito-PIB, que partía en 1995 de un valor reducido en comparación con otras economías de nuestro entorno, rebasó los niveles medios del área del euro, aunque sin alcanzar los registros de economías como la del Reino Unido (véase gráfico 2). Las elevadas tasas de crecimiento de los préstamos durante esta etapa deben entenderse como una fase transitoria de adaptación de la economía española a un nuevo entorno de mayor estabilidad macroeconómica y de unos tipos de interés reducidos como consecuencia de la pertenencia de España a la UEM, aunque también contribuyeron a ello las holgadas condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales durante esta época. Posteriormente, el ascenso progresivo del coste de la deuda del sector privado tras el cambio de tono de la política monetaria iniciado a finales de 2005 y las menores expectativas de revalorización de la vivienda habrían tendido a reducir la demanda de financiación ajena por parte del sector privado, iniciándose un período de menor vigor en esta variable. Más recientemente, la situación cíclica de la economía española y la crisis financiera internacional han acentuado el perfil de desaceleración del crédito, afectando tanto a la oferta como a la demanda de fondos.

Para formular un correcto diagnóstico de los factores que subyacen a la evolución más reciente del crédito, resulta relevante distinguir entre los elementos de oferta y los de demanda, ejercicio que se enfrenta a una gran complejidad. Una herramienta útil para este fin es la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), que se realiza coordinadamente con el resto de países de la UEM, en la que se pregunta trimestralmente a las entidades participantes (10 en el caso de España) directamente sobre los cambios en la demanda y la oferta de financiación durante el período de referencia y sobre los factores ex-

plicativos de esta evolución². Aunque las respuestas al cuestionario son cualitativas, pueden resultar muy útiles para identificar algunas tendencias.

De acuerdo con los resultados de las EPB realizadas en 2008, se confirma que la intensa desaceleración de los préstamos a las familias y a las empresas durante el pasado ejercicio se explicaría tanto por factores de demanda como de oferta (véanse gráficos 3 a 6). El menor dinamismo de la demanda de financiación estaría ligado tanto a las menores expectativas de crecimiento de las rentas, a raíz del cambio del ciclo económico, como a cambios en las perspectivas de revalorización de algunos activos (como, en particular, los inmobiliarios, cuyo precio se redujo un 3,2% en 2008, de acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda). Asimismo, al aumento en el coste de financiación durante una buena parte del año habría contribuido a frenar las peticiones de fondos.

Por su parte, de acuerdo con la EPB, el endurecimiento de los criterios utilizados por las entidades para aprobar nuevos préstamos se debió principalmente al deterioro progresivo de las expectativas de las entidades sobre la evolución económica en general y sobre el mercado de la vivienda en particular, así como a la menor solvencia de los prestatarios percibida por las entidades (véase gráficos 4 a 6). En este sentido, debe recordarse que la ratio de morosidad de los otros sectores residentes (que incluye, además de los hogares y las sociedades, instituciones financieras distintas de las del sistema) aumentó del 0,9% en 2007 al 3,4% a finales de 2008.

Los problemas de acceso de las entidades de crédito a los mercados mayoristas internacionales, donde estas venían acudiendo para financiar una parte del crecimiento de sus activos, y su elevado coste habrían contribuido también a reducir la oferta de préstamos, aunque en menor medida que los factores anteriores, de acuerdo con la EPB. También habría sido comparativamente menor el peso relativo de factores relacionados con los niveles de capitalización de las entidades.

La EPB más reciente, de abril de 2009, evidencia que durante el primer trimestre de este año se habría empezado a frenar tanto el ritmo de endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos como el de reducción de las peticiones de fondos, aunque tanto la oferta como la demanda de crédito habrían continuado descendiendo. De acuerdo con las expectativas de las entidades, estas mismas tendencias se prolongarían durante los tres meses siguientes.

En definitiva, los resultados de la EPB apuntan a que los elementos ligados con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas han desempeñado un papel importante en el descenso tanto de la oferta como de la demanda de financiación bancaria durante 2008. El contexto de crisis financiera internacional y el elevado endeudamiento del sector privado han contribuido, sin duda, a que el ajuste de ambas variables al cambio del ciclo económico esté siendo intenso.

2. Para más detalles sobre el contenido de esta Encuesta, pueden consultarse J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España; y para los datos más recientes, J. Martínez (2009), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril 2009», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

1. Para más detalles, véase recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, enero 2009, Banco de España.

frenar los proyectos de inversión potencialmente más beneficiosos para el crecimiento de la productividad, que son los que, en general, llevan asociado más riesgo.

3 Mecanismos de transmisión de la crisis: el impacto sobre el consumo y el empleo

La aceleración del ajuste del mercado inmobiliario...

El ajuste inmobiliario, que se inició a mediados de 2006, se ha acelerado a lo largo de 2008. El número de viviendas iniciadas, que alcanzó un máximo de 760.000 en 2006, disminuyó a 360.000, siendo la vivienda libre la que explica casi en su totalidad tal disminución. Por lo que se refiere a las transacciones realizadas, pasaron de 955.000 en 2006 a 565.000 en 2008. Como resultado, la inversión en vivienda ha pasado del 9,4% del PIB en 2006 al 7,2% en el último trimestre de 2008, mientras que la inversión total en construcción disminuyó en una magnitud similar (2,4 pp), disminuyendo del 18% del PIB en 2006 al 15,6% del PIB¹¹.

Igualmente, los precios de la vivienda han entrado en una fase de corrección de las fuertes alzas acumuladas anteriormente: el índice de precios que elabora el Ministerio de Vivienda registra una reducción interanual del 3,2% para la vivienda libre a finales de 2008. Por su parte, la nueva estadística del INE, que ofrece una estimación más afinada de la evolución de estos precios, cifró dicha contracción en un 5,4%. Es importante señalar, además, que ambas fuentes estadísticas tienden a registrar los cambios en los precios con un cierto retraso. En el caso de la elaborada por el INE, que descansa sobre la información que proporciona la escrituración de las transacciones, la evolución de los precios de las viviendas de segunda mano es probable que refleje los cambios con mayor prontitud, al mediar en este caso un intervalo menor entre el momento de la compraventa y el de la firma de la correspondiente escritura. A finales de 2008 el retroceso interanual de los precios de los inmuebles de segunda mano fue, según esta fuente, de un 10,7%.

... ha afectado negativamente a la riqueza de los hogares

La riqueza de los hogares abarca, por un lado, el valor de los activos financieros e inmobiliarios acumulados en cada momento del tiempo. A mediados de 2007, antes de que se desencadenaran los primeros episodios de la crisis internacional, los ratios de los activos inmobiliarios, de los activos financieros y de las deudas con respecto a la renta bruta disponible de las familias españolas eran el 8,45, el 2,90 y el 1,38, respectivamente, lo que componía una riqueza financiera e inmobiliaria (neta de deudas) de 9,96 veces dicha renta. Solo un año después, en el tercer trimestre de 2008, dichas ratios habían disminuido a 8,17, (riqueza inmobiliaria), 2,45 (riqueza financiera), 1,37 (deudas) y 9,3 (riqueza total neta de deudas).

No obstante, en lo relativo al valor de la riqueza inmobiliaria, las estimaciones señaladas se basan en las estadísticas disponibles sobre el mercado inmobiliario, con las cuales resulta complicado estimar con precisión su disminución durante 2008 y es probable que los indicadores habitualmente utilizados la estén subestimando. En primer lugar, el parque de viviendas en propiedad de las familias puede estar creciendo menos de lo que indicaría la información disponible sobre viviendas iniciadas. De mantenerse la relación histórica observada entre ambas variables, durante 2008 el parque de viviendas se habría incrementado en un 3% aproximadamente, reflejando el elevado número de viviendas iniciadas en 2006, pero es probable que, en un escenario marcado por la baja actividad del mercado inmobiliario, el proceso de producción de las viviendas se haya alargado, elevando el porcentaje de las iniciadas que todavía no han pasado a ser propiedad de los hogares. Tomando como referencia la disminución en el número de transacciones inmobiliarias (que fue de prácticamente un 33%), el efecto cantidad podría haber impulsado al alza la riqueza inmobiliaria de las familias en un 2%. En segundo lugar, como se apuntaba anteriormente, los índices generales del precio de la vivienda, por la forma en que están contruidos, y dadas las condiciones actuales de baja actividad en el mercado de la vivienda, recogen su evolución real con un cierto desfase temporal. En

11. Estas ratios en términos del PIB son a precios corrientes.

este contexto, la caída del precio de la vivienda usada podría resultar más representativa de la pérdida de valor de los activos inmobiliarios en propiedad de las familias. Así, tomando la disminución de dicho precio en un 10,7%, según el INE, la pérdida estimada de riqueza inmobiliaria registrada a lo largo de 2008 sería de un 8,7%. Por lo que respecta a la riqueza financiera, que plantea menos problemas de estimación, la disminución correspondiente sería del 12,1%, reflejando, sobre todo, la caída del valor de los activos bursátiles.

Por otro lado, la riqueza también comprende el valor actual esperado de los flujos de renta que las familias esperan tener en el futuro, lo que se conoce como «riqueza humana». Por tanto, variaciones de las expectativas sobre dichos flujos tienen un impacto directo sobre la riqueza total de los hogares, tanto mayor cuanto más reducidas sean las tasas de descuento temporal de esos flujos futuros y más extenso sea el ciclo vital de referencia para la toma de decisiones de ahorro.

La disminución de la riqueza inmobiliaria se transmite al consumo a través de varios canales...

Los efectos de las variaciones de la riqueza sobre el consumo dependen de varios factores, tales como el tipo de interés, la aversión al riesgo y el horizonte vital de los individuos, el tipo de riqueza en cuestión y su distribución entre distintos grupos de la población, o el origen de la variación de su valor. Un caso particularmente interesante a este respecto es el de la riqueza inmobiliaria, puesto que los inmuebles son activos que, contrariamente a los financieros, tienen un valor de uso en sí mismos. En consecuencia, una disminución del precio de la vivienda produce, por un lado, una caída de la riqueza de los hogares, pero, por otro, reduce también el coste de los servicios residenciales o de alojamiento que proporciona la vivienda, por lo que el efecto final sobre el consumo no es, en principio, evidente.

Existen, no obstante, otros mecanismos por los que una disminución del precio de la vivienda podría conducir a una contención del consumo. En primer lugar, si una parte del ahorro que realizan las familias por el motivo de precaución se depositara en activos inmobiliarios, una disminución del precio de la vivienda podría llevar a los hogares a tener que compensar la pérdida de capital correspondiente incrementando su ahorro, especialmente en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, proclive a que se incremente el ahorro por dicho motivo. Este efecto será tanto mayor cuanto mayor sea el porcentaje de la población que posea activos inmobiliarios. En segundo lugar, el uso frecuente de los activos inmobiliarios como colateral en operaciones de crédito establece un vínculo adicional entre la riqueza inmobiliaria y el gasto de las familias. A este respecto, las características de la deuda asociada a la riqueza inmobiliaria también ejercen una influencia propia, ya que, cuanto mayor sea el porcentaje de créditos hipotecarios concedidos a tipos de interés variable (más de un 90% en el caso español), mayor será el efecto sobre la renta bruta disponible de las familias de las variaciones de los tipos de interés que puedan producirse¹². Finalmente, puesto que la vivienda es un bien complementario a otros bienes duraderos (muebles, electrodomésticos, etc.), una caída del número de transacciones inmobiliarias, independientemente de cómo se comporten los precios, se transmite al consumo de estos bienes.

... cuya relevancia depende de la distribución de la riqueza

El efecto neto de todos estos canales de transmisión de variaciones del precio de la vivienda sobre el consumo es difícil de estimar, sobre todo, cuando concurren cambios notables en el grado de incertidumbre y en las condiciones crediticias. En el caso español, y de acuerdo con los resultados de la EFF, las familias con mayor riqueza inmobiliaria son aquellas cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años y está, por tanto, en la fase «ahorradora» de su ciclo vital, y, aunque el valor de la riqueza inmobiliaria es creciente con los ni-

12. Véase M. Rubio (2009), *Fixed and Variable-Rate Mortgages, Business Cycles and Monetary Policy*, Documentos de Trabajo, n.º 0903, Banco de España.

veles totales de riqueza y renta como cabría esperar, incluso la población con menores niveles de renta (y, por tanto, mayor propensión marginal al consumo) tiene activos inmobiliarios por un valor elevado (véase gráfico 2.4). Por tanto, se dan, potencialmente al menos, las condiciones para que una variación de la riqueza inmobiliaria pueda tener un cierto impacto sobre el consumo.

Según estimaciones disponibles a partir de datos microeconómicos, la variación en el consumo de las familias españolas inducida por una variación de la riqueza inmobiliaria (la propensión marginal a consumir a partir de la riqueza) es de aproximadamente un 3%, mientras que las variaciones en la riqueza financiera no producen variaciones significativas en el consumo, dado el escaso peso que esta última tiene en la cartera de activos de las familias españolas¹³. No obstante, estos efectos varían considerablemente en función del tipo de hogar. Por ejemplo, para aquellos en los que el cabeza de familia es menor de 35 años o mayor de 74, variaciones de la riqueza inmobiliaria no producen variaciones apreciables del consumo. Sin embargo, para los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 años, las estimaciones disponibles indican que el efecto riqueza es el doble que el estimado para el conjunto de la población. Por otra parte, las estimaciones basadas en modelos macroeconómicos — como, por ejemplo, el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBDE) — tienden a reducir la propensión marginal a consumir a partir de la riqueza inmobiliaria a alrededor del 1,5%, y a elevar ligeramente la correspondiente a la riqueza financiera hasta un 1%.

El efecto riqueza podría haber contribuido a la desaceleración del consumo durante este año

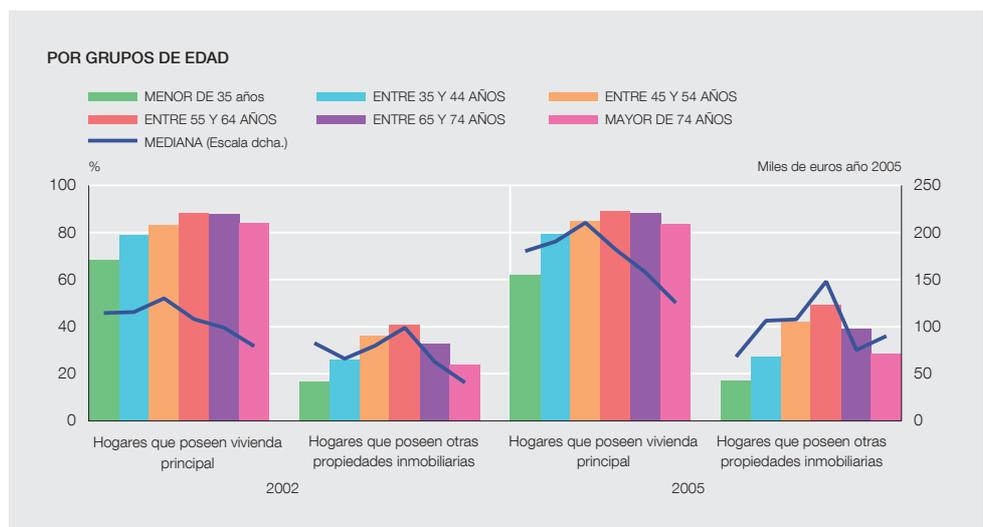
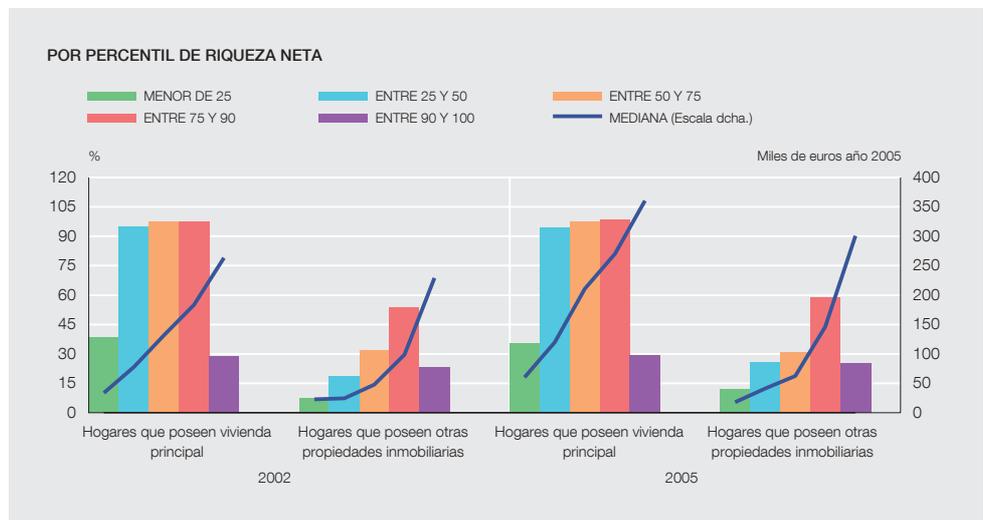
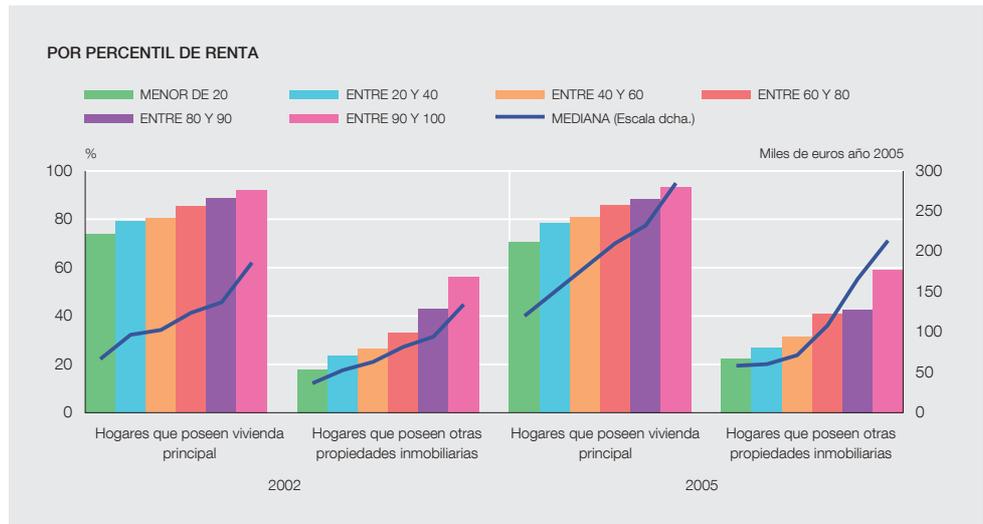
En términos nominales, el consumo creció un 7,2% en 2007 y solo un 3,5% en 2008, es decir, 3,7 pp menos. Tomando las estimaciones mencionadas anteriormente de la disminución de la riqueza registrada durante dicho año (un 8,7% para la riqueza inmobiliaria y un 12,1% para la financiera) y un valor intermedio entre las estimaciones microeconómicas y macroeconómicas disponibles para las propensiones marginales a consumir (un 2,25% para la riqueza inmobiliaria y un 0,5% para la riqueza financiera), la caída del consumo resultante derivada de la pérdida de riqueza podría alcanzar alrededor de 1,8 pp (1,7 pp por la riqueza inmobiliaria y 0,1 pp por la riqueza financiera), lo que podría representar hasta alrededor del 50% de la disminución en la tasa de crecimiento del consumo observada en el último año.

El empleo también ha disminuido, y no solo en el sector de la construcción....

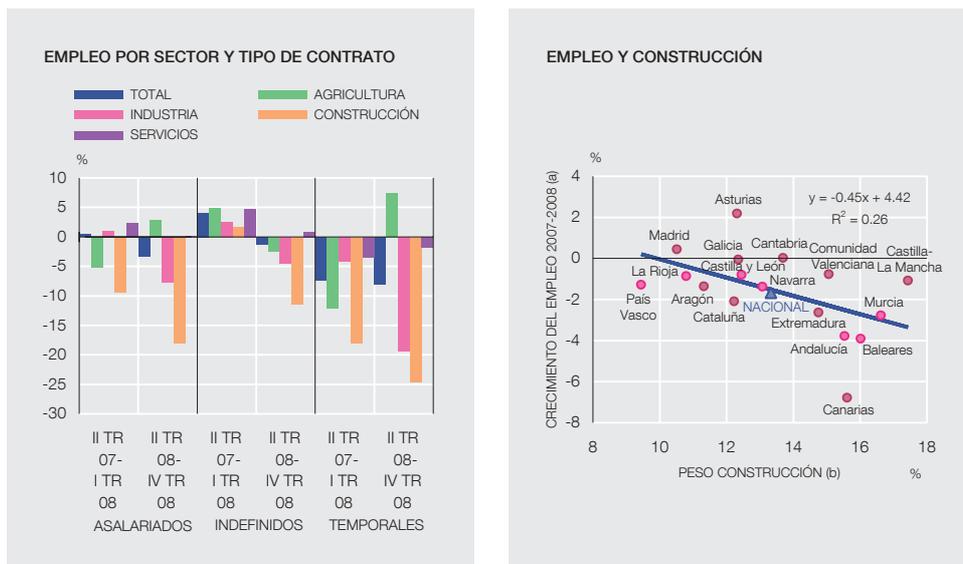
Según la Encuesta de Población Activa (EPA), desde el segundo trimestre de 2007 el número de ocupados ha disminuido a una tasa anual media del 1,7%. La destrucción de empleo ha sido desigual por sectores económicos. Inicialmente, se originó en el sector de la construcción, en el que el empleo disminuyó un 8% entre los segundos trimestres de 2007 y 2008 y un 14,5% en la segunda mitad de 2008, mientras que en la industria el empleo se mantuvo aproximadamente constante en el primer período y disminuyó un 6,5% en el segundo. Por el contrario, el sector servicios ha experimentado un incremento del empleo: del 2,1% desde mediados de 2007 a mediados de 2008 y de un 0,2% desde entonces.

La excesiva concentración de recursos en el sector de la construcción ayuda a entender la intensa destrucción de empleo que ha experimentado la economía española en el último año. Como también se puede observar en el gráfico 2.5, el retroceso del empleo ha sido mayor en aquellas Comunidades Autónomas en las que el sector de la construcción alcanzó un mayor peso en el empleo, de manera que solo este factor explica un 25% de la variabilidad regional en esta variable.

13. Véase O. Bover (2005), *Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España. La cifra corresponde a un horizonte temporal largo, suficiente para que las decisiones de gasto se hayan ajustado completamente a las nuevas condiciones.



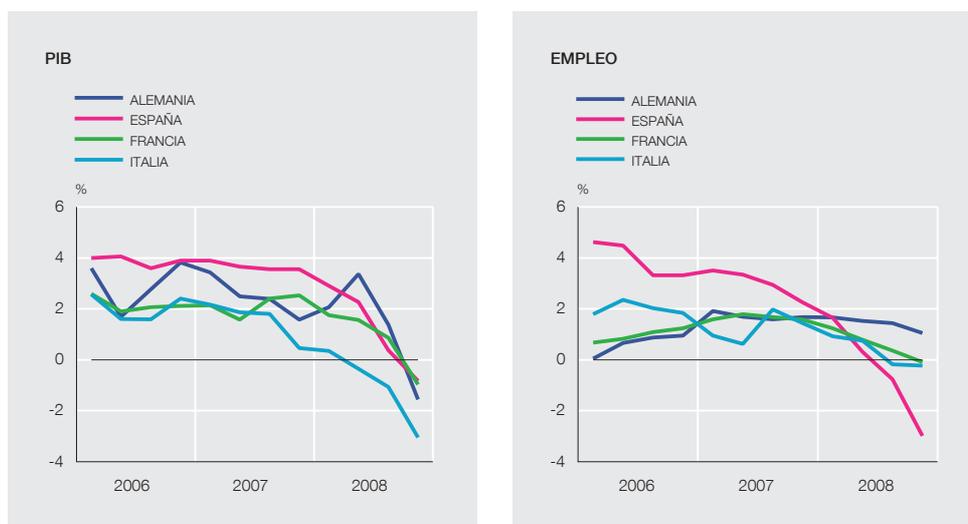
FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

- a. El crecimiento del empleo se refiere a la tasa media anual correspondiente al período II TR 2007-IV TR 2008.
- b. El peso del sector construcción se define como el número de empleos en dicho sector en relación con el empleo total.

PIB Y EMPLEO EN LOS CUATRO GRANDES PAÍSES DE LA UEM (a) (b)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Tasas de crecimiento interanual de las series trimestrales del PIB y empleo.
- b. Datos sin ajustar de estacionalidad y efecto calendario.

... confirmando, una vez más, su elevada variabilidad cíclica en nuestro país...

La fuerte destrucción de empleo que se está produciendo vuelve a poner de manifiesto una de las características peculiares del comportamiento cíclico de la economía española, como es la elevada variabilidad del empleo. La magnitud de la destrucción neta de empleo en España durante 2008 viene explicada, en parte, por la propia dimensión de la caída en la producción durante el mismo período. Sin embargo, en otros países de la UEM en los que el retroceso del PIB ha sido comparable no se ha observado una contracción tan brusca en el empleo (gráfico 2.6). Mientras que en España durante el período I TR 2006-IV TR 2008 una reducción en la tasa de variación del PIB de 4,4 pp (del 3,5% al -0,8%) ha venido acompañada de una

	Alemania	Francia	Italia	España
VOLATILIDAD (%)				
Empleo (1)	1,0	1,0	1,4	2,3
PIB (2)	1,4	1,2	1,4	1,8
Ratio (1) / (2)	0,8	0,8	1,0	1,3
CORRELACIÓN				
PIB-Empleo	0,5	0,7	0,3	0,8

FUENTE: Banco Central Europeo.

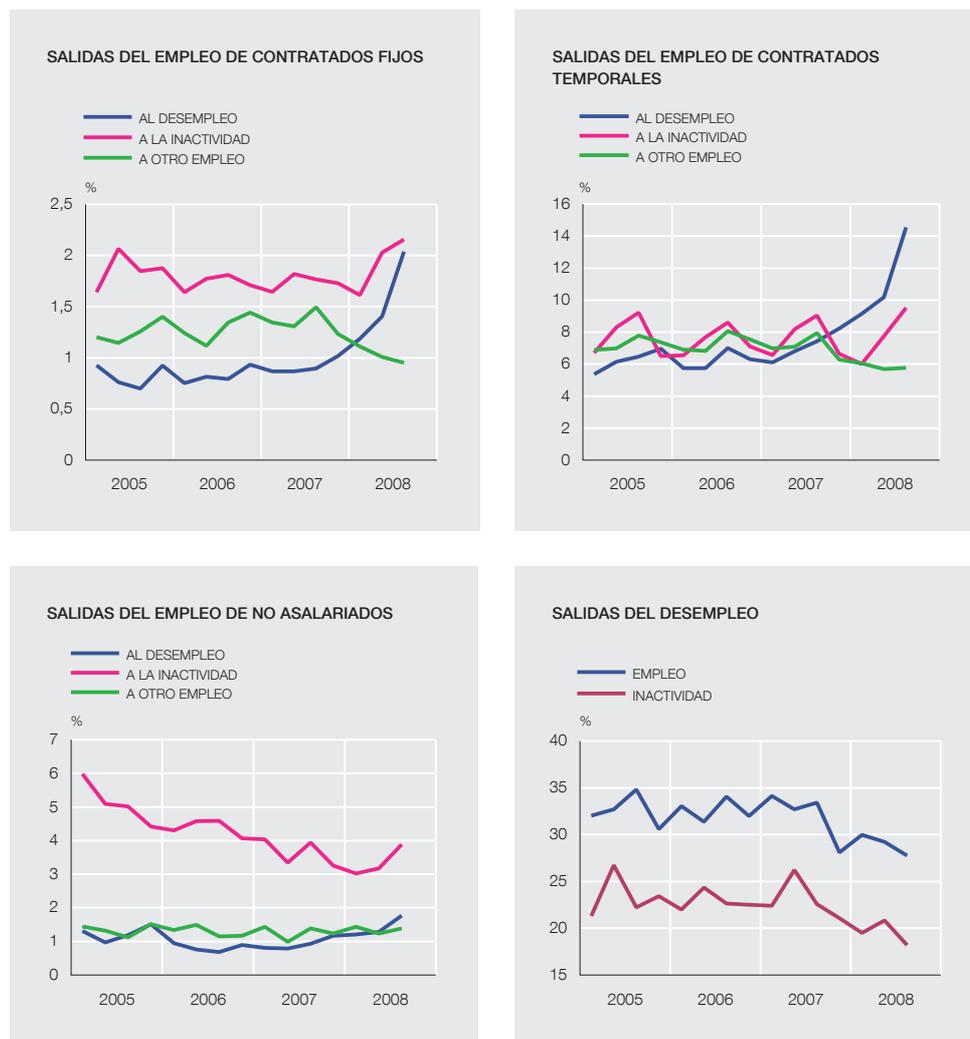
a. Series trimestrales del PIB y del empleo en tasas de crecimiento interanuales.

disminución en el crecimiento del empleo de 5,2 pp, en Italia y Francia un comportamiento muy similar del crecimiento económico (-3,5 pp) ha conllevado una desaceleración del empleo de únicamente 1,7 pp. En Alemania, la actividad económica ha variado menos (-3,1 pp), pero la caída en el crecimiento del empleo (0,6 pp) ha sido proporcionalmente mucho menor: las ratios entre la disminución del crecimiento del empleo y la del PIB han sido en Alemania, Francia y España del 0,2, 0,5 y 1,2, respectivamente.

Esta mayor amplitud relativa de la respuesta del empleo en España no es un fenómeno particular de este episodio de crisis, sino que refleja un patrón histórico. El cuadro 2.1 contiene algunos indicadores cíclicos del PIB y del empleo en los cuatro grandes países de la UEM, para el período I TR 1992-III TR 2008. Como se puede apreciar, la volatilidad del empleo relativa a la del PIB (medida por la ratio de desviaciones estándar) es mucho mayor en España que en el resto de países grandes de la UEM. De hecho, España es el único país de los cuatro donde el empleo fluctúa más que el PIB, mientras que en Alemania y Francia se observa lo contrario y en Italia ambas variables tienen aproximadamente la misma volatilidad. Asimismo, la correlación entre empleo y PIB es también más fuerte en España que en el resto de países. En resumen, durante las dos últimas décadas las mismas fluctuaciones en los incrementos del PIB han provocado en España respuestas del crecimiento del empleo proporcionalmente mayores que en el resto de grandes países de la UEM.

... que se debe a algunas características institucionales del mercado de trabajo

Detrás de esta elevada respuesta del empleo a las condiciones cíclicas se encuentran algunas características institucionales del mercado de trabajo español. En efecto, ante una contracción de demanda, que puede llevar en muchos casos a las empresas a la necesidad de redimensionar sus plantillas, el ajuste efectivo de estas dependerá de varios factores, como la duración percibida de la perturbación, los costes de ajuste de la plantilla, la posibilidad de organizar la producción de forma diferente y la evolución de los costes de producción (entre ellos, los laborales). En España, la estructura y el contenido de los convenios colectivos hacen que a las empresas les resulte difícil ajustar los costes laborales ante una caída de la demanda. Asimismo, la diferenciación en los costes de ajuste generada por la existencia de dos clases de contratos de trabajo — indefinidos y temporales — se traduce en que la contracción del empleo recaiga mayoritariamente sobre los segundos. Como se puede observar en el gráfico 2.7, que muestra los datos de flujos laborales desde el empleo (según tipos de contrato) y desde el desempleo, en la recesión actual se ha producido un aumento significativo en la tasa de salida del empleo hacia el desempleo en el caso de los trabajadores con contrato temporal (del 6% al 14% de los ocupados con este tipo de contrato) muy diferente de lo observado en el caso de los trabajadores con contrato indefinido (cuya tasa de salida ha pasado



FUENTES: Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

del 1% al 2%). Como suele ocurrir también en las fases bajas del ciclo, se han incrementado las tasas de salida desde el empleo hacia la inactividad, y han disminuido las tasas de salida desde el desempleo hacia el empleo y la inactividad.

Para valorar en qué medida estas características institucionales del mercado de trabajo español contribuyen a exacerbar la volatilidad del empleo, en el recuadro 2.2 se realizan algunas simulaciones con un modelo macroeconómico general con un mercado laboral sujeto a varios tipos de fricciones y calibrado para reproducir las características de la economía española. Los resultados muestran que la respuesta del empleo, a corto y a medio plazo, ante fluctuaciones de la demanda es mayor en un mercado de trabajo con dos clases de contrato (temporal e indefinido) que en un mercado con un único tipo de contrato y costes de ajuste equivalentes.

Por lo que respecta al comportamiento cíclico de los salarios, se ha destacado en numerosas ocasiones la elevada inercia que se deriva del modelo de negociación salarial y, en particular, de la presencia de cláusulas de indicación, que repercuten sobre los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva las desviaciones positivas de inflación, pero no las negativas¹⁴. Dadas la rapidez y la intensidad con que se ha producido la recesión actual y la inten-

14. Véase Informe Anual, 2007, recuadro 2.2.

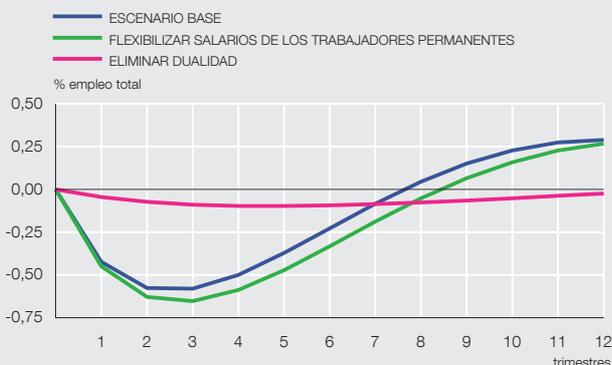
La reciente literatura económica ha destacado la rigidez salarial y los costes de ajuste del empleo como los principales factores determinantes de la respuesta de los flujos laborales —y, por tanto, de las fluctuaciones del empleo— ante perturbaciones económicas¹. Si los salarios respondieran de manera flexible a las variaciones de la productividad, entonces las fluctuaciones económicas producirían una elevada volatilidad de los salarios, pero afectarían poco al nivel de empleo. Por el contrario, si los salarios no se ajustaran fácilmente a cambios en

la productividad, entonces se producirían modificaciones notables en las contrataciones y en los despidos y, por tanto, el empleo fluctuaría más a lo largo del ciclo. Los costes de ajuste del empleo reducen, obviamente, la volatilidad del empleo: costes de ajuste más elevados reducen tanto las contrataciones como los despidos, de manera que, en principio, su impacto sobre el nivel de empleo es ambiguo². Sin embargo, cuando los costes de ajuste del empleo son diferentes

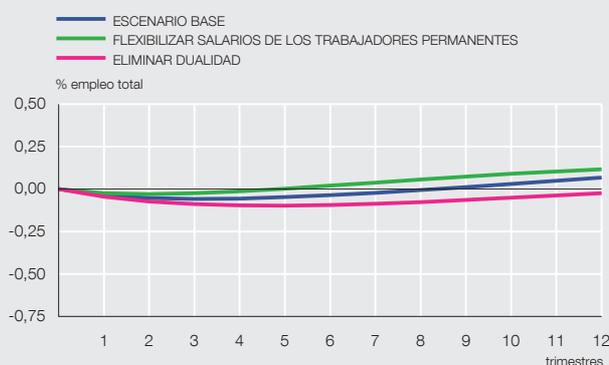
1. Véanse R. Shimer (2005), «The cyclical behavior of equilibrium unemployment and vacancies», *American Economic Review*, 95 (1), pp. 25-49, y R. Hall (2005), «Employment fluctuations with equilibrium wage stickiness», *American Economic Review*, 95 (1), pp. 50-65.

2. Véanse S. Bentolila y G. Bertola (1990), «Firing costs and labour demand: How bad is Euroclerosis?», *Review of Economic Studies*, 57 (3), pp. 381-402, y A. Cabrales y H. A. Hoppenhayn (1997), «Labor-market flexibility and aggregate employment volatility», *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 46, pp. 189-228.

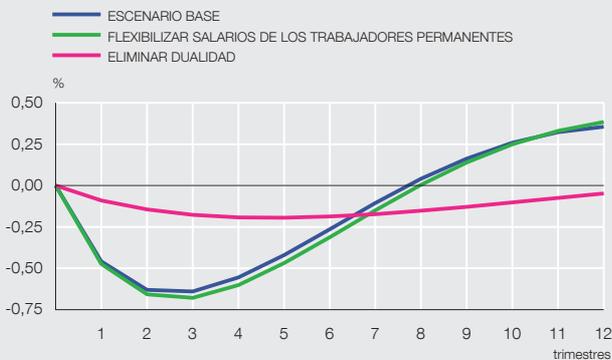
1 EMPLEO TEMPORAL



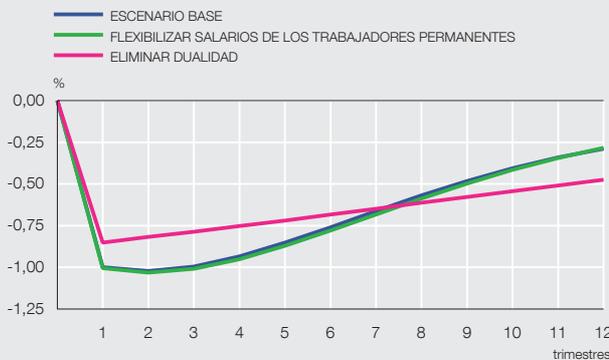
2 EMPLEO PERMANENTE



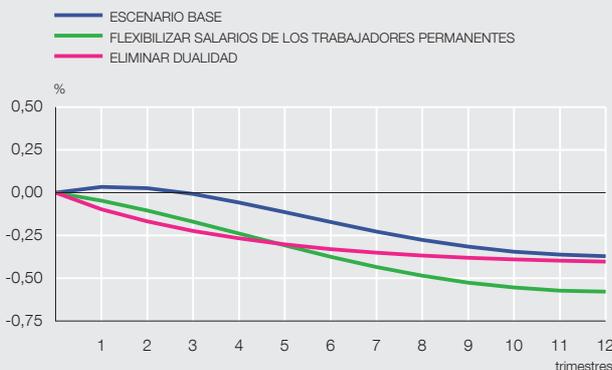
3 EMPLEO TOTAL



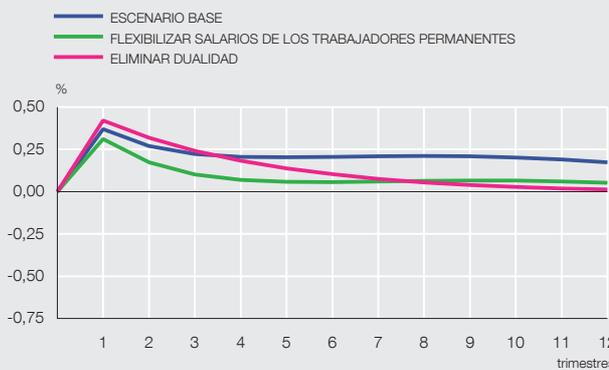
4 PRODUCTO



5 SALARIO MEDIO



6 COSTE LABORAL UNITARIO



FUENTE: Banco de España

para distintos grupos de población, como ocurre en el caso español, sus fluctuaciones pueden ser mayores que en un mercado alternativo homogéneo con costes de ajuste equivalentes³.

Para cuantificar el impacto que la rigidez salarial y los costes de ajuste tienen sobre la volatilidad del empleo, se han realizado varios ejercicios de simulación en un modelo macroeconómico calibrado para reflejar el comportamiento del mercado laboral español. Los principales ingredientes de dicho modelo son los siguientes; i) existen dos formas de contratación de trabajadores, indefinida y temporal, que dan lugar a dos tasas de despido distintas; ii) los empleados recién contratados entran en la empresa sin experiencia específica para su puesto de trabajo; iii) en cada trimestre, un trabajador temporal tiene una cierta probabilidad de ganar experiencia, aumentando así su productividad en la empresa; iv) el coste de contratación depende negativamente de la tasa de paro y positivamente del número de contrataciones; v) el coste marginal de los despidos es creciente, y es mucho mayor para los contratos indefinidos que para los temporales, y vi) los salarios se determinan por negociación, con mayor rigidez y poder de negociación en el caso de los trabajadores indefinidos.

Bajo estos supuestos, una empresa cuyos trabajadores tengan mayoritariamente contratos indefinidos ahorrará en costes de contratación, y tendrá una plantilla con mayor productividad promedia. Alternativamente, una empresa podría estimar más conveniente evitar una elevada proporción de trabajadores indefinidos en su plantilla, bien para reducir costes salariales, dados los salarios relativamente altos de los trabajadores indefinidos, o bien porque anticipa disminuciones de su demanda que le llevarían en el futuro a variar su empleo y, por tanto, a incurrir en elevados costes de ajuste.

El gráfico 1 muestra la respuesta del empleo, tanto agregada como en sus componentes temporal e indefinido, ante una disminución persistente de la productividad, en varios escenarios: i) un mercado dual de trabajo calibrado al comportamiento del mercado de trabajo

español (escenario base); ii) un mercado como el anterior, donde la rigidez salarial de los contratos indefinidos es menor, igualándose a la de los temporales en el escenario base (escenario flexible), y iii) un mercado de trabajo donde se ha eliminado toda la dualidad del mercado laboral, reemplazando los dos tipos de contratos con un único contrato que produce unos costes de ajuste agregados similares a los del mercado de trabajo dual del escenario base y en el que la rigidez salarial es equivalente a la media de la del empleo temporal e indefinido en el escenario base (escenario de eliminación de dualidad). La perturbación de productividad, cuyo tamaño es tal que provoca una disminución de la producción del 1% en el primer trimestre en dicho escenario, produce una caída del empleo total del orden del -0,55% en el transcurso del primer año, con -0,49 pp por la caída del empleo temporal y -0,06 pp por la del indefinido, mientras que, si los salarios de los trabajadores temporales e indefinidos fueran igualmente flexibles, el empleo de los segundos disminuiría menos (-0,01% del empleo total) y el de los primeros ligeramente más (-0,58% del empleo total). Sin embargo, en el mercado de trabajo con un único contrato, la reducción del empleo total es del -0,19%, aproximadamente un 30% de la que se produce en el escenario base, lo que se debe fundamentalmente a que en el escenario base los mayores costes de despido de los trabajadores indefinidos provocan una rotación muy alta de los trabajadores temporales que tiende a exacerbar los flujos de entrada y de salida del desempleo, reduciendo la duración de los períodos de empleo de estos trabajadores y, por tanto, impidiendo un mayor crecimiento de su productividad. Con respecto a los salarios, la caída de la productividad produce una disminución del -0,06% y -0,24% en los escenarios base y flexible, respectivamente, siendo del -0,27% en el caso de un mercado con único tipo de trabajadores. Dado que los salarios reales tienen un cierto grado de rigidez en los tres escenarios, su caída no impide que los costes laborales unitarios (la ratio de salarios sobre productividad del trabajo) experimenten subidas del 0,21%, 0,07% y 0,18%, respectivamente.

En definitiva, según estas simulaciones, la reducción de la heterogeneidad de los costes de ajuste disminuiría significativamente la volatilidad del empleo y la de la producción, sin que aumentara considerablemente la de los salarios, por lo que también sería menor (aproximadamente, la mitad) la volatilidad de la renta disponible y, posiblemente, del consumo.

3. Véanse J. J. Dolado, M. Jansen y J. F. Jimeno (2007), «A positive analysis of targeted employment protection legislation», *B. E. Journal of Macroeconomics (Topics)*, vol. 7, n.º 1, art. 14, y C. Alonso-Borrego, J. Fernández-Villaverde y J. E. Galdón-Sánchez (2004), *Evaluating labor market reforms: a general equilibrium approach*, IZA Discussion Paper, n.º 1129.

sa caída de la inflación, esta inercia salarial está teniendo efectos especialmente negativos. Durante la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008, los salarios continuaron creciendo impulsados por expectativas optimistas sobre la evolución de la actividad y por la actualización de las desviaciones de la inflación del año anterior, provocando un rebote salarial simultáneo con la caída de la demanda (véase recuadro 2.3).

La salida de la crisis requiere una regulación laboral más favorable a las nuevas

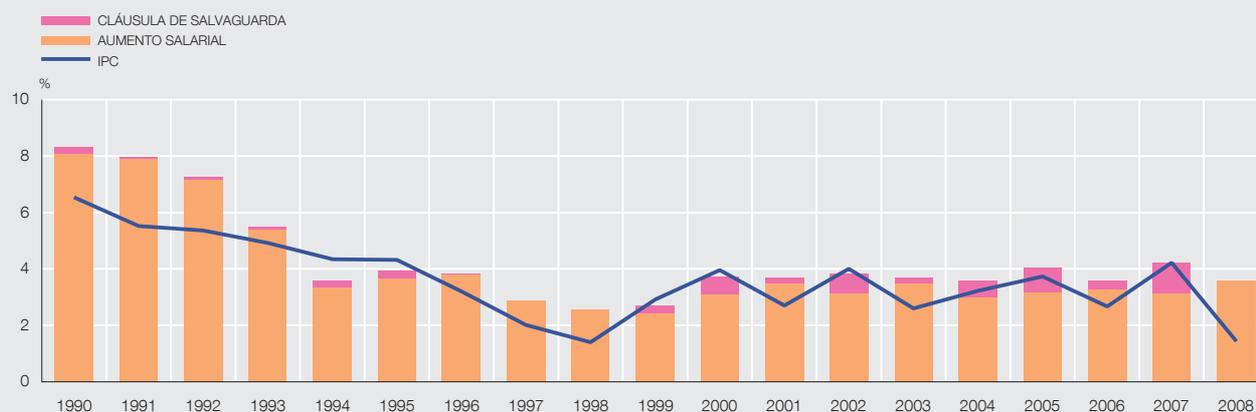
En definitiva, los mecanismos de determinación de empleo y salarios que se derivan de la configuración institucional del mercado de trabajo español están siendo proclives a la ampliación del impacto de la perturbación negativa de demanda asociada a la crisis. Ante esta

A pesar del acusado deterioro del mercado de trabajo a lo largo del año, la evolución salarial en 2008 supuso un repunte de los costes laborales, tanto en términos nominales como reales, que viene causado, en buena medida, por la elevada indiciación presente en el mecanismo de negociación colectiva. El ajuste automático de los salarios a la evolución de la inflación a finales de 2007 por la activación de las cláusulas de salvaguarda produjo un incremento de las tarifas salariales en la primera mitad del año. Por otra parte, en los últimos meses del año, cuando el deterioro del mercado de trabajo era ya muy intenso y la inflación había comenzado a reducirse, la sensibilidad de los salarios negociados a las condiciones cíclicas del mercado laboral ha sido reducida. Así, mientras que en el conjunto del año las revisiones de convenios plurianuales firmados en años anteriores incluyeron un aumento salarial del 3,5%, los convenios de nueva firma mostraron, incluso, un aumento superior (del 3,8%) en los registrados hasta diciembre, con una moderación muy leve en la parte final del año, hasta registrar un incremento del 3,5% en el último trimestre del año. Asimismo, los datos ya disponibles para 2009 prolongan este comportamiento, pues los convenios registrados hasta el mes de febrero, en su ma-

yoría revisiones de convenios plurianuales firmados en años anteriores, incorporan un crecimiento salarial del 2,7%, que supone un acusado repunte en términos reales, dada la evolución reciente de la inflación.

Este comportamiento salarial no es muy distinto del que se ha observado en la economía española en otros períodos. En primer lugar, el grado de indiciación nominal presente en la negociación colectiva es muy elevado y los incrementos salariales están muy determinados, con un cierto desfase temporal, por la evolución de la inflación. En el gráfico 1 se muestran los aumentos salariales pactados y la inflación en diciembre de cada año desde 1990 a 2008. Se observa una relación muy estrecha de los incrementos salariales con la inflación pasada, que se ve reforzada por el impacto de las cláusulas de salvaguarda, presentes en la mayoría de los convenios, que trasladan de manera automática cualquier aumento de la inflación a los salarios. Conviene señalar, sin embargo, que la relación con la inflación no es simétrica, dadas las características de las cláusulas de salvaguarda, y, de hecho, como se aprecia en el gráfico 1, períodos en los que se observa un descenso de la inflación, como en 1998 o, más reciente-

1 INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS E INFLACIÓN



1 IMPACTO DE LA INFLACIÓN Y LAS CONDICIONES CÍCLICAS SOBRE LOS INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS (a)

Variable dependiente:

Incremento salarial negociado

Variables explicativas

Variables explicativas	Convenios revisados		Convenios de nueva firma	
	Coefficiente	t-estadístico	Coefficiente	t-estadístico
Desviación de la inflación positiva en t-1	0,92	108,6	1,13	148,8
Desviación de la inflación negativa en t-1	-0,21	-3,3	-0,34	-4,5
Variación tasa de desempleo t-1	0,02	2,5	-0,24	-34,7
Constante	2,66	30,8	2,45	-27,1
Observaciones	39.537		52.610	
Coefficiente determinación ajustado	0,3		0,3	

FUENTE: Base de datos de convenios colectivos registrados entre 1990 y 2008, Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Las regresiones incluyen variables artificiales de sector de actividad (dos dígitos CNAE-93), ámbito de negociación y presencia de cláusula de salvaguarda.

mente, en 2001, 2003 o 2006, suelen ir acompañados de aumentos de los salarios en términos reales, como ha ocurrido en 2008¹.

En cuanto al impacto de la situación cíclica del mercado de trabajo sobre los aumentos salariales pactados en la negociación, en el cuadro 1 se presentan los resultados de varias regresiones en las que el incremento salarial acordado en cada uno de los convenios colectivos firmados desde 1990 se relaciona con la inflación y la variación de la tasa de desempleo a nivel regional, controlando por otras características del convenio, tales como su naturaleza (de nueva firma, revisiones de convenios plurianuales firmados con anterioridad), su ámbito de negociación (empresa, de ámbito superior a la empresa) y el sector de actividad de las empresas afectadas por el convenio. En cada ejercicio, únicamente alrededor de un tercio de los convenios con efectos económicos se ha negociado en el mismo año, dado que la mayor parte de los convenios son plurianuales², para los que cabe esperar una menor sensibilidad contemporánea a los factores cíclicos.

En relación con la inflación, las estimaciones que se muestran en el cuadro 1 recogen el impacto de la inflación esperada sobre los incrementos salariales con el término constante de la regresión e intentan captar la posible relación asimétrica de los incrementos salariales con dicha variable, permitiendo que el coeficiente sea distinto en función de si la inflación finalizó el año anterior por encima o por debajo del

1. En conjunto, desde 1980 a 2008, la correlación entre la variación de la inflación y el incremento de los salarios reales es de -0,6. 2. La duración media ha ido incrementándose desde algo más de dos años en los primeros años de la década de los noventa hasta algo más de tres años desde 2004.

2%. Los resultados muestran con claridad una acusada asimetría en el mecanismo de determinación salarial, ya que las desviaciones positivas de la inflación se trasladan con un coeficiente cercano a la unidad a los incrementos salariales, mientras que, dada la asimetría provocada por las cláusulas de salvaguarda, dicha traslación no tiene lugar cuando la inflación desciende por debajo de la referencia del 2%³.

En cuanto al impacto de la tasa de desempleo, en el cuadro 1 se observa que únicamente en los convenios de nueva firma se detecta cierta sensibilidad a la situación del mercado laboral. En particular, en estos convenios un aumento de 1 pp en la tasa de desempleo disminuiría los incrementos salariales acordados en los convenios de nueva firma unas dos décimas porcentuales. Por el contrario, no se observa una relación negativa entre tasa de desempleo y salarios en los convenios revisados.

En conjunto, por tanto, las características del sistema de negociación colectiva configuran un mercado laboral en el que los incrementos salariales están fuertemente determinados por la evolución de la inflación, si bien la existencia de asimetrías a la baja en los salarios limita la traslación de reducciones de la inflación. En cuanto a la sensibilidad salarial a las condiciones del mercado laboral, se detecta una respuesta reducida que, además, implica un ajuste desfasado de los salarios y únicamente en los de nueva firma en el año, que son alrededor de un tercio del total de los convenios con efectos económicos en cada año.

3. De hecho, el coeficiente negativo implica que las desviaciones de la inflación por debajo del 2% producen aumentos salariales.

contrataciones
y a la recuperación
de la productividad a medio
y a largo plazo...

situación, se hacen necesarias medidas encaminadas a frenar la destrucción de empleo y a incentivar su creación. Hasta la fecha, sin embargo, estas medidas se han centrado en incrementar las subvenciones a la contratación y en ampliar la protección por desempleo, sin modificar los mecanismos institucionales que están distorsionando los incentivos a la contratación y erosionando la estabilidad del empleo.

En efecto, la salida de la crisis requiere la recuperación de la confianza de las familias sobre sus rentas laborales futuras, y de las empresas sobre la rentabilidad de los nuevos proyectos de inversión. En ambos casos, resultarán determinantes, en primer lugar, las condiciones en las que se puedan realizar las nuevas contrataciones laborales y, en segundo lugar, la evolución de la productividad, que, en el medio y largo plazo, será la que permita un mayor crecimiento de los salarios reales y de los beneficios empresariales. Para alcanzar un escenario más favorable a la contratación laboral y al crecimiento de la productividad, resulta necesario llevar a cabo cambios de la legislación laboral que permitan compaginar la estabilidad del empleo con la capacidad de las empresas para organizar de manera eficiente sus recursos laborales.

... en particular, de la legislación
sobre contratos de trabajo...

En nuestro país hay un amplio abanico de contratos de trabajo. Junto a los contratos indefinidos, con costes de despido en función de las causas que originan la rescisión laboral y del resultado del control judicial o administrativo —en el caso de los despidos colectivos—,

coexiste una abundante variedad de contratos temporales, que tienen costes de despido inferiores y, por su propia naturaleza, pueden extinguirse sin control judicial y/o administrativo. Los contratos temporales se pueden realizar bajo determinados supuestos, siempre y cuando la duración del puesto de trabajo sea determinada —principio de causalidad—. La excesiva incidencia de la contratación temporal —la dualidad—, la escasa tasa de conversión de contratos temporales en indefinidos —la segmentación del empleo— y la intensa rotación laboral de un subgrupo de trabajadores —la concentración del ajuste del empleo en los trabajadores temporales— son consecuencias de este modelo de contratación excesivamente complejo y que, en la práctica, hace que las empresas utilicen el empleo como la principal fuente de ajuste ante las fluctuaciones económicas. También existe alguna evidencia empírica para sostener que la desfavorable evolución de la productividad durante la última década se debe, en una parte no desdeñable, a los escasos incentivos que los trabajadores temporales y sus empleadores tienen para invertir en formación y, en el caso de los segundos, para innovar adoptando nuevas formas de organización del trabajo¹⁵. Para favorecer la estabilidad en el empleo y facilitar a las empresas la mejor organización de sus plantillas, en la situación actual resulta imprescindible introducir y favorecer formas de contratación permanente que puedan utilizarse con carácter general y cuya rescisión no comporte indemnizaciones por despido tan elevadas como las que llevan aparejadas los contratos indefinidos actualmente en vigor.

... y también de la negociación colectiva...

La forma en la que la determinación de los salarios y de las condiciones de empleo está respondiendo a la crisis también pone de manifiesto las disfunciones generadas por el modelo de negociación colectiva. Las pautas salariales en las que se basa dicho modelo según se desarrollan en los Acuerdos Interconfederales suscritos entre los representantes de los empresarios y los sindicatos mayoritarios a partir de 2001 —crecimiento salarial resultado de sumar al límite máximo del objetivo de inflación del BCE (2%) un punto porcentual atribuido genérica y uniformemente a las ganancias de productividad, junto a la existencia de cláusulas de revisión salarial que añaden incrementos salariales cuando la inflación supera dicho límite— han inducido una gran inercia en el crecimiento de los costes laborales. Este comportamiento ha desembocado en la coincidencia en el tiempo de incrementos salariales elevados con una fuerte disminución de la actividad y del empleo, lo que es indicativo de las dificultades de la economía para restaurar la competitividad y la depreciación del tipo de cambio real necesaria para resolver el desequilibrio externo sin incurrir en aumentos bruscos del desempleo. Por lo que respecta a otras condiciones de empleo, mientras que las empresas con convenio propio disponen de la posibilidad de hacer frente a la crisis recurriendo a combinaciones de ajustes de salarios y de otras medidas dirigidas al mantenimiento del empleo, las que están sometidas a convenios de ámbito superior están mucho más limitadas en este terreno.

Mirando al futuro, hay además otras razones para concluir que el modelo de determinación salarial seguido en los últimos años no es el mejor marco para favorecer los ajustes necesarios en un contexto como el actual. Por una parte, la necesaria depreciación del tipo de cambio real requiere que la economía española alcance tasas de crecimiento del deflactor del PIB inferiores a la de nuestros socios comerciales durante un cierto período de tiempo. Por otra parte, la necesaria reasignación sectorial del empleo exigirá ajustes de salarios relativos. Dadas las reducidas tasas de inflación que se están registrando, tanto en nuestro país como internacionalmente, ambos ajustes resultan especialmente constreñidos por la elevada rigidez nominal a la baja de los salarios que impone un sistema de negociación colectiva centralizado y con escasa coordinación como el vigente en la actualidad.

15. Véase J. J. Dolado y R. Stucchi (2008), *Do temporary contracts affect TFP? Evidence from the Spanish manufacturing firms*, CEPR Discussion Paper, n.º 7055, e IZA Discussion Paper, n.º 3832.

... siendo necesarias, mientras se avanza en esta reforma laboral, medidas transitorias que reduzcan la destrucción de empleo

El diseño de una reforma laboral de calado que resuelva sustancialmente los problemas de la legislación sobre contratos de trabajo y de la negociación colectiva y que sea susceptible de recibir un amplio consenso social puede requerir algún tiempo de maduración y unos procedimientos que no se pueden activar de manera inmediata. Sin embargo, la destrucción de empleo se está produciendo con una gran intensidad y, si esta dinámica no se detiene, el fuerte aumento de la tasa de desempleo podría tener efectos permanentes sobre la capacidad de la economía española de generar nuevas oportunidades de empleo. Para evitarlos, podría ser conveniente, mientras se diseñan e instrumentan las reformas concretas y se alcanza un cierto consenso social sobre ellas, recurrir a medidas transitorias, tales como la introducción de nuevas formas de contratación y la prevalencia de los acuerdos de empresa sobre los convenios de ámbito superior. Este tipo de medidas tendría una eficacia inmediata por sí mismo y aumentaría el efecto beneficioso de otras introducidas en los últimos meses, como los incentivos a la contratación, los apoyos públicos al sostenimiento del empleo y las extensiones de la protección del desempleo.