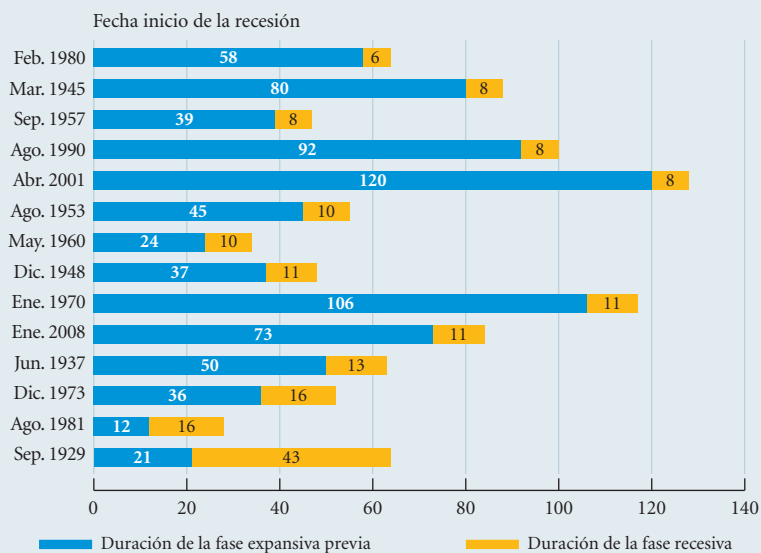


Recesión pero no depresión: una mirada al 29 y al Japón de los años noventa

La Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER en sus siglas en inglés) lo ha hecho oficial: Estados Unidos se encuentra en recesión, sorprendentemente, desde enero de 2008. Aunque no se ha producido una caída del PIB durante dos trimestres consecutivos, la definición más habitual de recesión técnica, el NBER considera que el declive significativo de la actividad económica y el empleo en el último año ya merece tal calificación. Todo parece indicar que la recesión se extenderá, al menos, hasta mediados de 2009, lo que la convertiría en la más larga desde la crisis del 29 (véase gráfico siguiente). ¿Es probable que estemos a las puertas de una depresión como la de entonces o quizás al comienzo de una década de crecimiento en torno a cero, como en el Japón de los años noventa? Varias razones nos hacen ser relativamente optimistas: lo más probable es que Estados Unidos sufra una recesión más larga de lo habitual, pero lejos de la experiencia del 29 o la de Japón.

ESTADOS UNIDOS: CAMINO DE LA RECESIÓN MÁS LARGA DESDE EL 29

Duración de los ciclos económicos en meses



FUENTES: NBER y elaboración propia.

Sin ninguna duda, existen similitudes entre las crisis del 29 y la de Japón con la crisis financiera actual. En los tres casos, una sobrevaloración de activos (acciones en el 29, inmuebles en Japón y Estados Unidos) provocó crisis bancarias, lo que contagió a la economía real a través de la interrupción del flujo normal de crédito. Sin embargo, las diferencias entre los episodios, especialmente en la reacción de las autoridades económicas, también son muy notables.

Los cuatro principales factores para que la crisis del 29 se convirtiera en una depresión fueron: *i*) la inoperancia de la Reserva Federal ante las quiebras masivas que se produjeron en el sistema financiero; *ii*) la magnitud épica de la contracción del crédito subsiguiente; *iii*) la espiral deflacionista provocada por la caída de la oferta monetaria y la actividad económica, lo que incrementó en términos reales el valor de las deudas y aumentó los

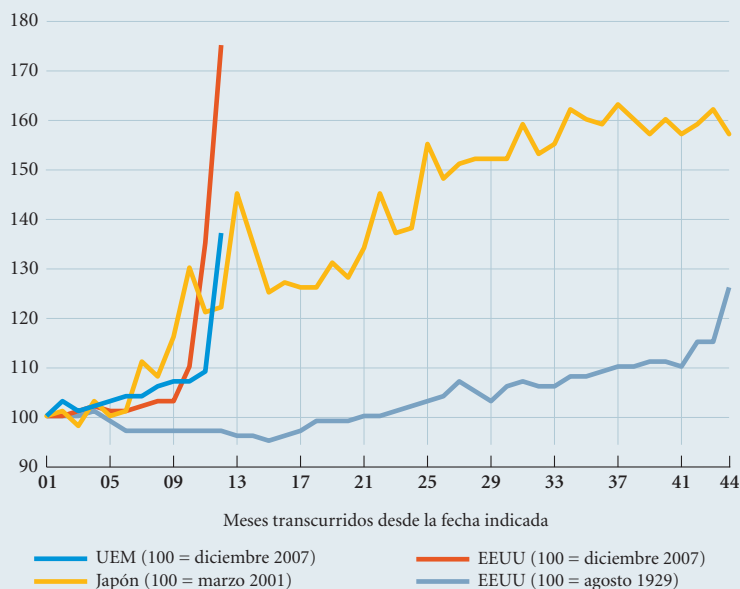
tipos de interés reales; *iv*) la implementación de medidas proteccionistas que redujo significativamente el comercio internacional.

La crisis actual, si bien está mostrándose más fuerte de lo esperado inicialmente, se enmarca en un contexto diferente y, por tanto, la probabilidad de que se transforme en una depresión es reducida. Por un lado, y especialmente tras la experiencia del colapso de Lehman Brothers, las autoridades económicas y monetarias de todo el mundo parecen muy conscientes de la importancia de evitar la quiebra de entidades relevantes. La ampliación del seguro de depósitos también ha afianzado la confianza de los depositantes y evitado los pánicos que fueron tan comunes en la crisis del 29. Por otro lado, la actuación de las autoridades fiscales y monetarias para evitar una fuerte contracción del crédito, la caída del nivel de precios, y una recesión larga está siendo muy distinta que en el 29 y que incluso en Japón.

La diferencia en materia de actuación se observa tanto en la celeridad como en la determinación. En primer lugar, el reconocimiento de los problemas en el sistema financiero ha sido relativamente rápido. Las instituciones a nivel global han reconocido importantes pérdidas ligadas a la caída del valor de los activos (*write-downs*) y han iniciado un proceso de recapitalización mediante capitales privados y públicos. Durante la crisis de Japón, en cambio, las instituciones financieras, que contaban con la complicidad de las autoridades supervisoras, tardaron años en reconocer la fragilidad de sus balances. En segundo lugar, las autoridades monetarias han reaccionado de forma agresiva mediante históricos recortes de tipos de interés, tanto individualmente como de forma concertada. El 16 de diciembre, por ejemplo, la Reserva Federal situó el tipo de interés de referencia en el rango 0%-0,25%, el nivel más bajo en sus 94 años de historia. Además, se han diseñado programas de inyección de liquidez enfocados a aliviar las tensiones financieras. Entre marzo de 2001 y comienzos de 2006, el

LOS BANCOS CENTRALES ACTÚAN CON MÁS DETERMINACIÓN QUE EN EL 29 O EN JAPÓN

Índices de expansión de la base monetaria durante las distintas crisis



NOTA: La base monetaria es la suma del dinero en circulación más los depósitos de las instituciones financieras en el banco central.
FUENTES: Banco de la Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco de Japón.

Banco de Japón expandió la base monetaria un 76%. Ello contrasta con la determinación de la Reserva Federal, que ha tardado menos de tres meses en alcanzar una expansión de la base monetaria de tal magnitud (véase gráfico de la página anterior). El Banco Central Europeo ha sido sumamente activo en lo referente a la solución de los problemas de financiación de las instituciones financieras, organizando subastas extraordinarias de liquidez o ampliando la calificación de los instrumentos elegibles como colaterales.

En materia de política fiscal, tanto en Europa como en Estados Unidos, se están discutiendo y elaborando planes de impulso enfocados a minimizar los impactos económicos de la actual crisis. En Estados Unidos, el presidente electo Barack Obama, ha anunciado un paquete de inversión en infraestructura y recorte de impuestos en torno a los 800 mil millones de dólares, equivalente a casi un 5% del PIB, el mayor plan de esta naturaleza desde 1956. El plan contempla desde infraestructura tradicional a la creación de «empleos verdes» para reducir el uso energético. Los estados miembros de la UEM también han alcanzado un acuerdo para llevar a cabo un estímulo fiscal equivalente al 1,5% del PIB de cada uno de los países, aunque los detalles de su implementación aún no se conocen con certeza.

Cuando se observan las diferentes medidas que se están tomando para atajar la crisis actual queda claro que las lecciones de los episodios de depresión de las crisis del 29 y de Japón en los años noventa no han sido desaprovechadas. En general, las autoridades están mostrando mucha más determinación y arrojo que en estos dos episodios anteriores, lo que aleja los riesgos de una depresión. Dicho esto, es necesario mantenerse en alerta: el camino de la recuperación no se encuentra exento de riesgos.

Los BRIC también sufren, unos más que otros

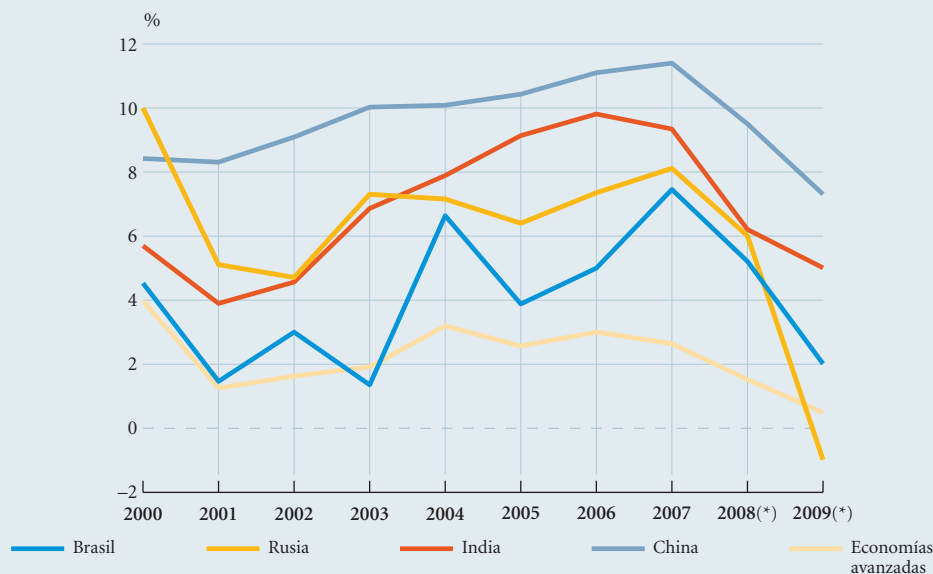
Desde que en 2001 Jim O'Neil, economista de Goldman Sachs, acuñó el acrónimo BRIC para designar al grupo de países emergentes constituido por Brasil, Rusia, India y China, la manera de ver la economía global y sus interrelaciones ha cambiado sustancialmente. Lo que no parece haber cambiado es el papel clave que juegan estos países en el crecimiento mundial.

Sus elevadas tasas de crecimiento en los últimos años y el hecho de que concentren el 42% de la población mundial son los dos rasgos principales que definen a los BRIC como grupo. En concreto, su crecimiento anual promedio ha rozado el 8% en el periodo 2000-2007. Además, han contribuido alrededor del 36% en el crecimiento global, y se prevé que la contribución de China por sí sola en 2009 ya roce el 40%. Por último, los BRIC en su conjunto han acumulado gran cantidad de reservas, unos 2,8 billones de dólares, lo que supone cerca del 40% de las reservas mundiales.

La vitalidad de estos emergentes motivó a principios del nuevo milenio la aparición de teorías que pronosticaban un proceso de desacoplamiento entre el ciclo de los BRIC y el de las economías avanzadas. Ha llovido mucho desde entonces y en los últimos meses ha quedado patente que los emergentes también sufrirán las conse-

LOS BRIC FRENAN SU RITMO DE EXPANSIÓN, UNOS MÁS QUE OTROS

Crecimiento anual



NOTA: (*) Previsiones para 2008 y 2009.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream, FMI, IIF y elaboración propia.

cuencias de la crisis financiera internacional. Eso sí, no todos por igual. China continuará siendo, entre los BRIC, la economía de mayor crecimiento, con tasas de 7%-8%; el crecimiento de India se podría mantener por encima del 5%; la desaceleración en Brasil será más notable y el crecimiento caerá hasta valores cercanos al 2%; Rusia, en cambio, es probable que experimente un crecimiento negativo (véase gráfico anterior).

En China, el potencial de crecimiento de la demanda doméstica es la principal fortaleza en un momento de debilidad de la demanda externa. El consumo privado aún representa una parte pequeña del PIB (menos del 50%) y el gobierno chino está tomando un conjunto de medidas, tanto fiscales como de carácter más estructural, para impulsarlo. La posición de partida del saldo fiscal de China, en superávit en 2007, ha permitido proponer un paquete de estímulo fiscal equivalente al 5% del PIB. El aumento del gasto en educación, salud y pensiones debería contribuir a reducir la altísima tasa de ahorro, en buena medida preventivo, de los hogares chinos. La disminución del precio del petróleo también ofrecerá un respiro a la economía china, importadora neta de crudo. De momento, la caída de la inflación, resultado en parte del menor precio del combustible, ha permitido al banco central disminuir agresivamente los tipos de interés y el coeficiente de caja de los bancos, lo que contribuirá al crecimiento del año próximo.

Sin embargo, la desaceleración de las exportaciones chinas ante la caída de la demanda mundial, especialmente en Norteamérica y Europa occidental –zonas que concentran el 40% del total de sus exportaciones– comporta un riesgo a la baja. En noviembre, las exportaciones cayeron respecto al año anterior por primera vez en más de siete años (2,2%). No obstante, como una buena parte de los insumos (o *inputs*) utilizados en el sector exportador son importados, en otras palabras, el valor añadido de las exportaciones chinas no es muy elevado, el impacto negativo de una caída de las exportaciones sobre el crecimiento del PIB (que mide el valor añadido domésticamente), aunque no se puede menospreciar, no es tan alto como se podría temer.

La economía india es menos dependiente que la china del comercio exterior (el peso de las exportaciones sobre el PIB es mucho más bajo) y, por ello, no sufrirá tanto por el impacto de la desaceleración global sobre el comercio. Por otra parte, la disminución del precio del petróleo supone un importante respiro para el consumidor, las empresas y, también, el gobierno, que subsidiaba parte del precio de los combustibles. La crisis financiera internacional se dejará notar por la disminución del influjo de inversiones, que aportaba una cantidad considerable de liquidez al sistema financiero y alimentaba el crecimiento del crédito, pero la caída de la inflación, al igual que en China, ha otorgado un precioso margen de actuación al banco central para reducir el tipo de interés y el coeficiente de caja. La disminución del subsidio al combustible y el esfuerzo de consolidación fiscal de los últimos años también han creado un espacio para la expansión fiscal que las autoridades ya han aprovechado para anunciar un plan de estímulo equivalente a más del 1% del PIB.

Brasil y, especialmente, Rusia, importantes exportadores de materias primas, sufrirán tanto la caída de la demanda mundial como la brusca bajada en los precios de las materias primas. En el caso de Rusia, la caída del precio del petróleo tiene un impacto muy significativo sobre los ingresos fiscales, lo que reduce su margen para llevar a cabo una política fiscal expansiva. En ambos países, el deterioro de la posición externa ha provocado la depreciación de las monedas locales, lo que tiende a empujar la inflación al alza y limita el margen de maniobra de la política monetaria. De hecho, el banco central ruso se ha visto obligado a aumentar los tipos de interés en diciembre (100 puntos básicos) para apuntalar el rublo y frenar la salida de capitales, mientras que Brasil no ha variado los tipos de interés. La salida de capitales en Rusia, además de resultar en una importante pérdida de reservas internacionales, reducirá la liquidez en el sistema financiero y endurecerá considerablemente las condiciones de acceso al crédito. En Brasil, la mayor solidez de la situación fiscal y la credibilidad del banco central hacen la situación algo más manejable.

En definitiva, los BRIC también sufrirán con la crisis global, aunque no por igual. Mientras los gigantes de Asia agradecerán el desplome del precio del petróleo y el impulso de las políticas económicas, Brasil y Rusia pagarán su mayor dependencia de las exportaciones de materias primas. Para todos, los riesgos a corto plazo están sesgados a la baja. A medio plazo, sin embargo, los BRIC cuentan con un amplio recorrido al alza y, a buen seguro, volverán a asombrarnos con sus tasas de crecimiento.

El mundo está apalancado, ¿cómo se desapalancará?

Después de años de fuerte crecimiento del endeudamiento en la mayor parte de las economías avanzadas, se ha iniciado un proceso de corrección de esta tendencia. En ningún lugar es más evidente que en Estados Unidos: allí, la deuda de las familias cayó en términos nominales en el tercer trimestre de 2008 por primera vez desde al menos 1952, primer año para el que existen datos. El sector financiero fue el primero en comenzar este proceso de «desapalancamiento», obligado por unas pérdidas que han deteriorado su nivel de capitalización y por el cierre de los mercados de financiación internacionales. Después, familias y empresas no financieras se han contagiado de esta dinámica: algunas, forzadas por la dificultad de acceso al crédito; otras, porque ante la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas prefieren ahorrar.

Desde el inicio de la crisis *subprime*, el sector financiero internacional ha reconocido pérdidas por más de 1 billón de dólares. Para contrarrestar su impacto sobre los ratios de solvencia (en otras palabras, el nivel de capitalización) las entidades que no han quebrado han seguido dos estrategias: por una parte, han atraído nuevo capital (en un principio de inversores privados; más tarde, en muchos casos, capital público); y simultáneamente, han comenzado a limitar el crecimiento o incluso a reducir la cantidad de activos en su balance, especialmente de aquellos más arriesgados con tal de reducir posibles pérdidas futuras (o reducir el capital regulatorio exigido). Ello ha contribuido a limitar la oferta de crédito a empresas y hogares.

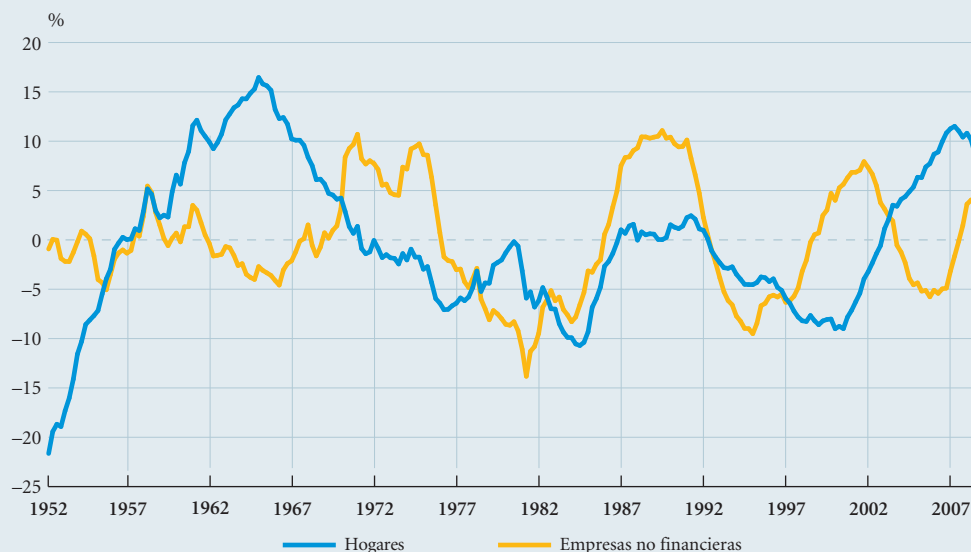
Las instituciones financieras también se han visto forzadas a reducir su apalancamiento por una razón muy simple: la incertidumbre acerca de su solvencia y la agudización de la aversión al riesgo ha secado los mercados de capitales donde se financiaban. Este efecto ha sido especialmente pronunciado para las entidades que utilizaban vehículos fuera de balance altamente apalancados (los ya famosos *Special Investment Vehicles*) para invertir en activos de alto riesgo o para instituciones poco o nada reguladas, como los *hedge funds*, que utilizaban el apalancamiento para multiplicar su rentabilidad.

Un desapalancamiento desordenado o abrupto puede ser muy pernicioso y ello justifica los planes de inyección de liquidez y de recapitalización orquestados por los gobiernos y los bancos centrales. La venta precipitada de activos empuja los precios a la baja, lo que deteriora los balances del sistema financiero en su conjunto y genera una espiral bajista de pérdidas de capital, ventas forzadas de activos, y caídas de precios de estos activos. Si no se ataja a tiempo, esta espiral puede desembocar en un *credit crunch*, una limitación generalizada de la oferta de crédito. Precisamente, la dificultad de acceso al crédito de hogares y empresas, junto a un aumento general de la incertidumbre, se han convertido en catalizadores del proceso de desapalancamiento fuera del sector financiero en los últimos meses de 2008.

Los hogares, por un lado, han acelerado la reducción del nivel de deuda a resultas de la mayor incertidumbre generada, en parte, por la creciente tasa de paro. La reducción de su riqueza, especialmente afectada por la caída del precio de la vivienda, también ha favorecido una mayor preferencia por el ahorro. Por otro lado, la mayor incertidumbre también ha afectado a las empresas no financieras, que han reducido la inversión y han aumentado la liquidez de sus balances. Además, algunas se habían endeudado para adquirir otras compañías utilizando el activo adquirido como garantía del crédito. La caída del valor de estas adquisiciones ha precipitado el desapalancamiento cuando las empresas endeudadas no han podido aportar garantías adicionales para sus créditos o responder a los vencimientos.

LA DEUDA DE LAS EMPRESAS Y LOS HOGARES ESTÁ MUY POR ENCIMA DE LA TENDENCIA A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS

Desviación de la ratio deuda sobre el PIB % respecto a la tendencia



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El proceso de reducción de deuda de hogares y empresas ocasionará que tanto el consumo como la inversión registren en 2009 tasas de crecimiento negativas en la mayor parte de economías avanzadas, incluido en Estados Unidos y las mayores economías de la zona euro. La magnitud de este efecto, sin embargo, dependerá de la efectividad de los planes de estímulo fiscal anunciados en las últimas semanas, que persiguen reactivar la actividad económica, preservar el empleo y, de esta manera, suavizar el proceso de desapalancamiento del conjunto de los agentes económicos. La efectividad de las medidas tomadas por los distintos bancos centrales también es fundamental. De ellas depende la reactivación de la actividad crediticia y, sobre todo, que no se dé un proceso deflacionario. Una deflación sería especialmente peligrosa, ya que aumentaría el nivel de deuda en términos reales, lo que forzaría una mayor contracción del consumo y la inversión. De todas formas, la expansión monetaria que han iniciado la Fed y el BCE (ver recuadro Recesión pero no depresión) debería ser suficiente para que la inflación repunte en la segunda mitad del 2009.

El año que comienza estará marcado por el desapalancamiento del sector privado. Su impacto sobre la actividad económica dependerá de la velocidad de este ajuste, que estará influida por el activismo de las políticas monetarias y la capacidad amortiguadora de los planes de expansión fiscal. No debemos perder de vista, sin embargo, que estos planes suponen un fuerte apalancamiento del sector público, un proceso probablemente necesario pero que también deberá revertirse a medio plazo.

La economía española ante la recesión

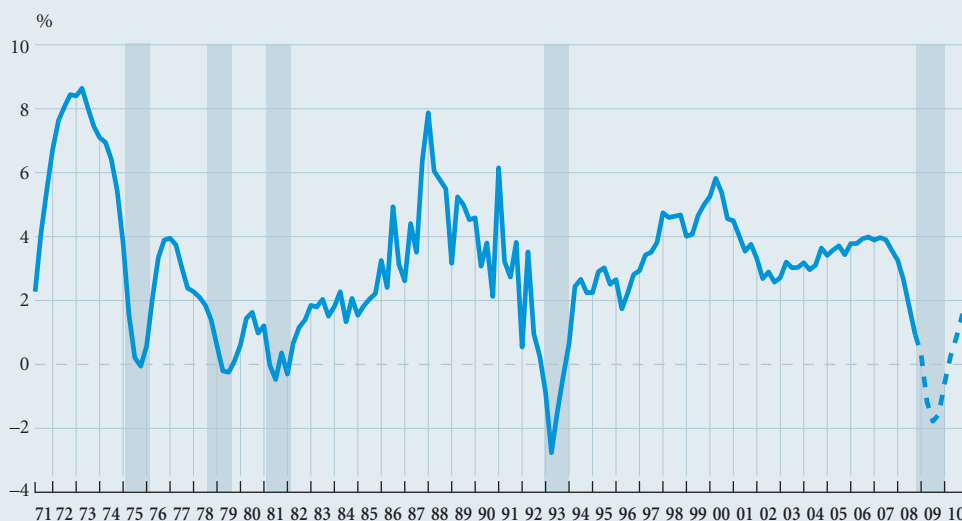
La economía española ha entrado en una recesión cuya duración e intensidad son inciertas pero que se prevé importante, a la vista del rápido deterioro de los indicadores disponibles hasta el momento. Esta interrupción del crecimiento cierra un prolongado ciclo expansivo de más de 14 años a lo largo de los cuales la economía ha crecido a un promedio superior al 3% anual real, a la vez que ha experimentado transformaciones notables en multitud de campos.

Desde principios de los años setenta (no se dispone de series trimestralizadas de la contabilidad nacional para fechas anteriores), la economía española ha atravesado por cuatro recesiones. Una característica común a todas ellas es la duración relativamente breve de las mismas, entre 9 y 12 meses, de manera que en comparación con el resto de las economías de la OCDE, la española es una de las que menos tiempo ha estado en recesión en los últimos cuarenta años.⁽¹⁾

(1) Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones «What Happens During Recessions, Crunches and Busts?» IMF Working Paper 08/274.

LAS RECESIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: POCAS Y BREVES

Variación anual del PIB



NOTA: Las tramas corresponden a recesiones.

FUENTES: OCDE y estimaciones y previsiones propias.

¿Pueden servir de lección u orientación las recesiones anteriores? Hasta cierto punto, puesto que no hay dos recesiones iguales por las distintas circunstancias que las desencadenan, que intervienen en su evolución o que contribuyen a su resolución. Así, las tres primeras recesiones, registradas entre mediados de los años setenta y principios de los ochenta, se produjeron en un contexto económico y político peculiar (choques petrolíferos, transición a un régimen de democracia parlamentaria) muy distinto del correspondiente a la crisis de 1992-1993 o al de la recesión actual.

Las dos recesiones de los años setenta fueron relativamente suaves, en términos de retroceso productivo, y fueron seguidas de recuperaciones también breves. Incluso la recuperación que se produjo tras la recesión de principios de los ochenta, y que abrió un periodo expansivo de diez años, sufrió para asentarse al principio y se desenvolvió dentro de una tónica de volatilidad elevada en el comportamiento de los agregados macroeconómicos.

La primera recesión, que va de principios de 1975 al otoño del mismo año, responde a un modelo de choque de oferta. El súbito encarecimiento del precio del petróleo a partir de finales de 1973 pilló por sorpresa a unas economías cuyo ritmo de crecimiento era elevado y cuyo nivel de inversión, consecuentemente, era alto. La creencia de que la crisis sería de corta duración puso en marcha, en muchos países, políticas de sostenimiento de la demanda que, al convertirse la subida del precio de la energía en permanente, complicaron el ajuste mucho más. Es a partir de estos años que el crecimiento medio de la OCDE cae notablemente en relación con el registrado en los años sesenta, las tasas de desempleo se disparan, las expectativas inflacionistas se asientan y las finanzas públicas entran en números rojos.

En España, la primera crisis petrolífera tuvo una mayor dimensión por las propias características del modelo productivo y por las peculiares circunstancias políticas de los años de la transición democrática. Las significati-

vas rigideces de la economía, singularmente en el ámbito salarial, y las insuficientes medidas de ajuste energético y laboral se sumaron a una política monetaria inicialmente muy laxa pero progresivamente restrictiva, de manera que el nuevo aumento del precio del petróleo en 1980 abortó las esperanzas de una recuperación continuada.

A diferencia de las crisis de los años setenta-ochenta, la recesión que sobrevino a mediados de 1992 se desencadenó por múltiples factores. En la gestación de la misma, encontramos un choque petrolífero como consecuencia del conflicto de la primera guerra del Golfo en 1990, que provocó un frenazo en el crecimiento de la economía mundial que llevó a muchos países a la recesión. En el ámbito interno, la política monetaria de los años previos se orientó claramente a frenar las tensiones inflacionistas, parte de las cuales se derivaban de una intensa entrada de capitales atraídos por la adhesión de España a las Comunidades Europeas y también de la expansión del déficit público. Paralelamente, la intensa apreciación de la peseta restaba capacidad competitiva frente al exterior, mientras que la expansión del sector inmobiliario supuso un alto endeudamiento de las familias.

COMPARACIÓN DE LAS DIFERENTES RECESIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

	1975-1 a 1975-3	1978-3 a 1979-2	1981-1 a 1981-4	1992-4 a 1993-3
Duración (1)	3	4	4	4
% variación PIB total (3)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
% variación PIB peor trimestre (2)	-2,0	-0,6	-2,2	-3,7
% variación consumo privado peor trimestre (2)	-0,5	-0,3	-1,5	-4,0
% variación FBCF peor trimestre (2)	-8,1	-6,7	-8,1	-21,5
Contribución del sector exterior al crecimiento del PIB en % (3)	0,3	-0,5	0,2	0,3
Incremento del número de parados (3) (5)	–	170	284	625
Máxima tasa de paro (4)	–	9,1	13,6	19,3
% variación producción industrial (3)	–	0,9	-1,7	-4,0
% variación matriculación turismos (3)	8,9	-8,9	-16,9	-14,1

NOTAS: (1) Número de trimestres.

(2) Variación trimestral anualizada.

(3) Desde el periodo previo hasta el último periodo de la recesión.

(4) Desde el periodo previo hasta el máximo alcanzado (incluso un año después de la recesión).

(5) Miles.

FUENTES: OCDE, INE, Banco de España y elaboración propia.

En el prólogo de la recesión actual encontramos elementos de crisis anteriores. Así, en 2008 hemos asistido a un episodio de choque energético, ya que el precio del petróleo alcanzó en verano niveles récord, tanto en valor absoluto como en términos reales, pero posteriormente, y en muy pocos meses, el precio se ha desplomado. También encontramos un fin del ciclo de la construcción de viviendas, que esta vez ha sido muy prolongado y que deja a las familias en niveles de endeudamiento históricamente altos. Asimismo, en la gestación de la recesión encontramos un tensionamiento de las condiciones financieras, tanto por la subida de los tipos de interés a corto plazo como por el ascenso del tipo de cambio efectivo real, consecuencia de la revalorización del euro y de un aumento interno de precios y salarios superior al de nuestros competidores.

Sin duda, el elemento más distintivo de la crisis actual es la crisis financiera global que deriva en una recesión sincronizada de las economías avanzadas, la cual, a su vez, comporta que, por vez primera desde que se recopi-

lan estadísticas, el conjunto del área de la OCDE experimente un retroceso del producto. Se trata de una situación excepcional que augura una etapa complicada, si bien las respuestas de las políticas económicas están siendo, asimismo, excepcionales. Hay que recordar, en todo caso, las circunstancias de la crisis de primeros de los noventa, en que también encontramos un bache en el crecimiento mundial y una importante crisis del sistema monetario europeo a partir de la segunda mitad de 1992, que generó una enorme inestabilidad.

España es especialmente sensible al cierre de los mercados financieros internacionales, al arrastrar un déficit exterior por cuenta corriente muy elevado que se financiaba con el ahorro externo. Otro elemento distintivo respecto a recesiones anteriores, por lo que se refiere a la economía española, es la imposibilidad de recurrir a devaluaciones de la moneda para recuperar competitividad frente al exterior y conseguir por esta vía dinamizar la economía. En particular, en la última recesión, las tres devaluaciones de la peseta entre 1992 y 1993 indiscutiblemente contribuyeron a compensar el retroceso de la demanda interior y consiguieron introducir un plus de crecimiento en una economía parada. Hay que considerar, sin embargo, que las devaluaciones a las que se había visto abocada la peseta en su historia reciente a menudo eran rápidamente contrarrestadas sea por la simultánea devaluación de otras divisas o por una subida de costes internos superior a la de los competidores.

En cualquier caso, sí cabe tener muy presente que la necesidad que existía ya antes de la recesión de frenar la pérdida de competitividad frente al exterior se ha hecho ahora más patente. Si no es así, se corre el riesgo de una salida en falso de la recesión, que podría llevar a tasas de crecimiento potencial muy inferiores a las de la gran expansión de los últimos catorce años.