Cuadernos de Información Económica

221

MARZO/ABRIL
2011

Sin novedad en el débil frente de la recuperación

ECONOMÍA ESPAÑOLA
El limitado motor de la exportación

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Salarios y productividad

SISTEMA FINANCIERO
La reestructuración financiera

ACTUALIDAD SOCIAL
Los ciudadanos ante la economía: escaso optimismo

ENTREVISTA
Fernando Casado,
Director General del Consejo Empresarial para la Competitividad

Resumen de prensa
Indicadores financieros
Indicadores de coyuntura y previsiones

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Cuadernos de Información Económica

221

MARZO/ABRIL
2011

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Cuadernos de Información Económica

CONSEJO DE REDACCIÓN

Victorio Valle Sánchez (Director)
José Antonio Antón Pérez
Santiago Carbó Valverde
Ángel Laborda Peralta
Fernando Pampillón Fernández (Subdirector)

Cuadernos de Información Económica no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Edita: **Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS)**
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Publicidad: **José Luis Echarri**
Móvil: 609 36 45 97

Realización: **Marín Álvarez, Hnos., S.A.**
Pol. Ind. Callfersa. Metalúrgicos, 14. 28942 Fuenlabrada (Madrid)

Depósito Legal: M-402-1987

ISSN: **2254-3422**

Printed in Spain

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS.
Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)
José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)
Fernando Conlledo Lantero (Secretario)
Julio Fernández Gayoso
Mario Fernández Pelaz
Jordi Mestre González
Antonio Pulido Gutiérrez
Atilano Soto Rábanos
Adolfo Todó Rovira

Sumario

PRESENTACIÓN

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Página

1 **Recuperación a cámara lenta**
María Jesús Fernández y Ángel Laborda

15 **La falsa ilusión de la austeridad. Un comentario**
Victorio Valle

19 **2010: El inicio de la consolidación presupuestaria en España**
Pablo Hernández de Cos

25 **Análisis sectorial de la competitividad exterior de la economía española: comparación internacional y tendencias recientes**
M.ª Jesús Aguado Sánchez, Javier Sansa Torres y M.ª Dolores Martín del Mazo

35 **Entrevista con:**
Fernando Casado, Director General del Consejo Empresarial para la Competitividad
Carlos Humanes

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

37 **Comentarios al Pacto del Euro**
Ferran Casadevall

43 **Breve nota sobre los efectos económicos de una salida del euro**
Álvaro Anchuelo Crego

47 **Consecuencias jurídicas para un Estado de la Unión Europea del abandono del euro**
Fernando de la Hucha Celador

51 **Portugal: estancamiento económico con acumulación de desequilibrios**
José Manuel Amor y Sara Baliña

61 **Economía y cambio en el Mundo Árabe: algunas preguntas frecuentes**
Gonzalo Escribano Francés y Laura Rodríguez Fernández

67 **Resumen de prensa**

67 **Comentario de actualidad,** *Ramon Boixareu*

69 **La información económica en la prensa internacional**

sumario

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

Página 81 **Reflexiones en torno a la reestructuración del sector bancario español**
Santiago Carbó Valverde y Joaquín Maudos

97 **Productos financieros socialmente responsables**
Enrique Castelló Muñoz y Carlos Trias Pintó

101 **Fondos soberanos: nombres nuevos para conceptos viejos**
Juan Ignacio Crespo

105 **La situación de las principales gestoras españolas en la industria de inversión colectiva**
Mercedes Alda García, Luis Ferruz Agudo y Ruth Vicente Reñé

113 **Panorámica empresarial**
Carlos Humanes

117 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS

ACTUALIDAD SOCIAL

Página 121 **Un largo camino y un escaso optimismo**
Francisco Alvira Martín y José García López

COLABORACIÓN ESPECIAL

Página 133 **Reformas y reestructuración del sistema financiero**
Joaquín Almunia

OTRAS COLABORACIONES

Página 141 **Las cuentas satélite de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros**
José Barea Tejeiro y José Luis Monzón Campos

151 ***American Economic Review* cumple cien años**
Alfonso Carbajo

INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Página 157 **Panel de previsiones de la economía española**

165 **Previsiones de inflación**

169 **Principales indicadores de la economía española**

170 **Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM**

171 **Indicadores básicos de la economía internacional**

PRESENTACIÓN

Este número 221 de *Cuadernos de Información Económica* correspondiente a marzo —abril de 2011 continúa la bien asentada tradición de dedicar la parte prioritaria de su contenido al análisis y comentario de la situación coyuntural. La aparición en los meses de febrero y marzo de cada año de datos que, aunque provisionales, permiten obtener una visión completa de los resultados económicos del ejercicio anterior, hacen posible y particularmente fructífero ese repaso de la posición cíclica de la economía y permiten revisar, con mejor fundamento, las habituales previsiones sobre el curso que cabe esperar en el futuro inmediato de las magnitudes económicas.

Cuadernos aborda esta tarea en una situación caracterizada por una acusada atonía en el comportamiento de las variables expresivas del crecimiento de la producción y del empleo en la economía española. El propio Gobierno ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento y al alza las de paro. Una atonía interior que se combina con un contexto internacional amenazante. La economía de Portugal pasa por un mal momento, habiendo tenido que acudir al rescate por la UE; Japón parece estar sumido en el desastre sísmico interminable y la inestabilidad parece ser el signo dominante en los países del Norte de África.

Lenta recuperación

En la economía española, el rasgo más característico sigue siendo, en opinión unánime de los analistas, la lenta salida de la crisis. El artículo de **María Jesús Fernández y Ángel Laborda**, de FUNCAS, incide en este tema poniendo una vez más de manifiesto la debilidad de la demanda nacional, compensada en parte por el brillante comportamiento de las exportaciones. La recuperación de la demanda nacional que requiere gradualismo para ajustarse, se verá además negativamente afectada por la elevación del tipo de interés acordado por el BCE y a las exportaciones no cabe pedirle esfuerzos adicionales significativos. Por tanto —concluyen—, el ritmo de la recuperación seguirá siendo débil. El artículo contiene un análisis pormenorizado de las diferentes partidas del cuadro macroeconómico así como las últimas previsiones de la Dirección de Estadística y Coyuntura de FUNCAS.

Si de los datos y previsiones macroeconómicos pasamos al mapa sociológico de las familias españolas, la impresión que se obtiene es sustancialmente coincidente.

El Índice de Sentimiento del Consumidor (ISC) continúa moviéndose, con pequeñas oscilaciones, en una banda caracterizada por la notable falta de confianza económica, según recoge el trabajo de los profesores **Alvira y García López**. Los valores del inicio del primer trimestre del año actual son inferiores a los del último de 2010, pero superan a los de un año antes.

Los resultados de los diversos componentes del ISC, sin embargo, difieren ampliamente. Así, frente a un acentuado pesimismo acerca del comportamiento de la economía nacional, las previsiones sobre su futuro, aunque decrecientes, son más optimistas, lo mismo que la experiencia y las expectativas sobre la situación familiar. Por su parte, la valoración del momento de compra de bienes de uso duradero ha mejorado sensiblemente en el último año.

El paro y la economía familiar continúan situándose, tras más de treinta meses, a la cabeza de los principales

problemas de los españoles, dejando en un segundo plano a otros aspectos como la vivienda, la inseguridad ciudadana o la calidad en el empleo.

Sobre ese panorama general, este número de *Cuadernos de Información Económica* aporta información adicional sobre dos aspectos fundamentales: la competitividad exterior de la economía española y la situación del proceso de consolidación presupuestaria.

El artículo de **María Jesús Aguado, Javier Sansa y María Dolores Martín del Mazo**, de la Dirección General de Política Económica del Ministerio de Economía y Hacienda, identifica los sectores exportadores mejor situados para aportar mayor dinamismo a las exportaciones y plantea el debatido y complejo tema de la mejora de la competitividad.

El año 2010 ha sido un ejercicio excelente para las exportaciones españolas, con un aumento del 10,3 por ciento y una cuota de mercado baja (1,6 por 100 del comercio mundial) pero bastante estable. Las previsiones para 2011 y 2012 son que el crecimiento de los mercados de exportación españoles experimentarán una fuerte moderación, derivada, en buena parte, de los procesos de consolidación fiscal en las economías avanzadas. En ese marco de referencia, los autores destacan que sólo apostar por la innovación permitiría a la economía española mantener su cuota de mercado frente a los países competidores avanzados y también frente a los países emergentes, respecto a los que la competencia en precios parece una estrategia condenada al fracaso.

La reciente creación en España del Consejo Empresarial para la Competitividad ha llevado a *Cuadernos* a solicitar de su Director General, la respuesta a un breve cuestionario informativo sobre la finalidad de esta iniciativa. El lector interesado encontrará en este número el texto integro de la citada entrevista que la Fundación de las Cajas de Ahorros agradece sinceramente a **Fernando Casado**.

Por su parte el trabajo de **Pablo Hernández de Cos** se ocupa de la situación del saldo presupuestario y apunta hacia el hecho de que en 2010 se ha producido el inicio de la consolidación presupuestaria en España.

El deterioro presupuestario registrado en 2009, se tradujo en un riesgo intenso para la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad de las finanzas públicas, acentuado además por las crisis griega e irlandesa y las consiguientes tensiones en los mercados internacionales. El artículo de Pablo Hernández de Cos repasa y valora la reacción de la política presupuestaria en 2010 como una respuesta a los desafíos planteados y extrae algunas conclusiones de cómo debe discurrir el proceso en los próximos años. Estos son los aspectos más interesantes de su aportación:

1. El comportamiento presupuestario en 2010 ha sido positivo y dado lugar a una ganancia de credibilidad por parte de los mercados.

2. La consolidación fiscal es un proceso que se prolongará durante varios años, incluso después de alcanzar la meta inicial de lograr un déficit del tres por ciento del PIB, porque habrá que reducir después el nivel de endeudamiento. Por eso, mantener la credibilidad requiere un estricto cumplimiento de los planes establecidos.

3. La estrategia de ajuste debe seguir priorizando la reducción del componente estructural del gasto público.

4. La aplicación estricta de la limitación acordada para que las comunidades autónomas reciban nuevas autorizaciones de endeudamiento, es un ingrediente fundamental de la consolidación del déficit, dado el elevado grado de descentralización fiscal existente en España.

La política de reducción del gasto público que la consolidación fiscal conlleva ha suscitado frecuentemente el debate de si el saneamiento de las cuentas públicas comporta unos efectos negativos sobre el propio proceso de crecimiento a corto plazo. La prolongación del debate se centra en la cuestión de si los mercados, a la hora de fijar los diferenciales de interés para las deudas soberanas se fijan más en la cuantía del déficit —y de la deuda— o en la propia evolución de la tasa de crecimiento económico.

El **profesor Victorio Valle**, en un breve comentario a un reciente y provocativo artículo periodístico del Premio Nobel de Economía Paul Krugman sobre este tema, muestra la aparente relación del diferencial de interés de la deuda pública española con el bono alemán, más intensa con el crecimiento económico que con la evolución del déficit y, sin pretender magnificar este resultado, considera que, en consecuencia, la política de estímulo al crecimiento no debe menospreciarse, sin que ello suponga el abandono del esfuerzo de reducción del déficit y sobre todo del desahorro público.

Panorámica Internacional

El habitual comentario de **Ramon Boixareu,** junto con la selección de noticias destacadas aparecidas en la prensa internacional, sitúa al lector en ese abigarrado panorama

del que cabría destacar la situación de Portugal, el debate sobre la realidad del peligro inflacionista que ha llevado al BCE a elevar los tipos de interés, el equilibrio entre las monedas internacionales de reserva, la suavización de la presión de los mercados sobre España y la esperanza de superación de los actuales problemas de la zona euro.

Cuatro artículos aportan reflexión y análisis adicional sobre la dimensión internacional de la economía.

Ferran Casadevall, tras enunciar los grandes grupos de medidas aprobadas en marzo por el Consejo Europeo, centra su colaboración en el denominado Pacto Euro Plus que pretende establecer una mayor coordinación en la política económica de los países firmantes para mejorar la competitividad. Los firmantes del Pacto se obligan a asumir anualmente compromisos concretos más ambiciosos que los existentes, en áreas que son de la competencia nacional, no comunitaria, concretamente: competitividad, empleo, sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilidad financiera.

Entre las medidas recomendadas figuran las que refuerzan la vinculación entre salarios y productividad. El artículo de Ferran Casadevall analiza con especial detenimiento este tema y concluye que muchos países de la eurozona han sufrido importantes pérdidas de competitividad por la existencia de una peligrosa desvinculación entre salarios y productividad. Sin embargo, el autor advierte de los peligros de abordar en forma brusca medidas correctoras de este hecho, además de recordar la existencia de otros factores diferentes de los salarios, con influencias en el diferencial de inflación, que han dado origen también a pérdidas de competitividad.

En un orden distinto de cuestiones, mientras la colaboración de **José Manuel Amor y Sara Baliña,** de AFI, analiza el caso concreto de Portugal y sus actuales dificultades, el catedrático de la Universidad Rey Juan Carlos, **Álvaro Anchuelo** plantea en términos puramente conceptuales las ventajas e inconvenientes de una eventual salida de un país de la Unión Monetaria y **Fernando de la Hucha**, catedrático de la Universidad Pública de Navarra considera algunas cuestiones jurídicas relacionadas con esa misma eventualidad.

Las dificultades por las que atraviesa la economía de Portugal vienen de bastante atrás. Desde su entrada en el área del euro, la senda del crecimiento portugués ha sido la más contenida de los "países periféricos del euro" y sus problemas estructurales ponen también freno a la evolución de su crecimiento potencial a medio plazo.

Pese a las reticencias iniciales, el gobierno portugués se ha visto obligado, en la primera semana de abril, a solicitar ayuda a la Comisión Europa. En opinión de los autores, la ayuda no debe conllevar condiciones que pongan en riesgo la capacidad de crecimiento. Portugal tiene que buscar un necesario equilibrio entre los objetivos de consolidación fiscal y crecimiento, a la vez que avanzar con más rapidez en las reformas estructurales necesarias para dotar de mayor flexibilidad y competitividad a la estructura productiva.

Cuando las dificultades por las que atraviesa un país de la zona euro se agudizan, siempre se plantea el tema de si podría llegarse a la expulsión o abandono de la Unión por parte de ese país. El profesor Anchuelo comienza su artículo recordando que antes del Tratado de Lisboa, esa posibilidad de separación no se contemplaba en el Tratado de la Unión. El Tratado de Lisboa en su artículo 50 establece una clausura de salida del euro y los requerimientos exigidos. No está prevista, sin embargo, la expulsión de un país por el resto de miembros de la Unión Monetaria.

Desde un punto de vista económico, la única ventaja aparente del abandono por un país del euro, se concreta en la posibilidad de hacer devaluaciones de la moneda propia para ganar competitividad internacional. La experiencia previa a la Unión —recuerda Anchuelo— demuestra que es una ventaja más aparente que real, dado que si no se resuelven los problemas de fondo que restan competitividad a la economía, los efectos de la devaluación se pierden pronto por causa de la inflación que termina generando.

Por el contrario, los problemas que genera una eventual separación de un país de la Unión son muchos y de muy diferente naturaleza. Crea un ambiente de incertidumbre; tiene consecuencias inmediatas (cambio de moneda y billetes, adaptación de cajeros, contabilidad, sistemas informáticos y otros) que producen, a la inversa, los mismos costes de adaptación y aprendizaje que se crearon cuando el país entró en la eurozona.

Probablemente, se generaría una fuga de capitales, una crisis bancaria y una contracción del crédito y, con toda probabilidad un encarecimiento de la deuda externa y mayores dificultades para acceder a los mercados. Todo apunta a que es más rentable resolver los problemas estructurales de la economía y perfeccionar los mecanismos de apoyo financiero de la Unión a sus países miembros en casos de dificultad.

La visión de Fernando de la Hucha**,** tras debatir el tema de la salida de un país de la Unión Monetaria a la luz de

los tratados vigentes, se centra en los cambios que se producirían en los derechos y obligaciones del país miembro que abandonara la Unión, así como en la necesidad de redenominación de los contratos privados en moneda nacional. Por otra parte, se produciría un encarecimiento de los costes de transacciones financieras con los países de la zona euro.

No podía faltar finalmente, en este número, una referencia a los problemas del mundo árabe. Las revoluciones acontecidas en los países del norte de África, pese a su proximidad geográfica, nos alertan del escaso conocimiento que la sociedad española tiene sobre ellos. Las respuestas a algunas preguntas frecuentes sobre esos países del Mundo Árabe, son el objeto del artículo elaborado por los profesores **Gonzalo Escribano y Laura Rodríguez**, de la UNED. De esta forma, el lector podrá comprender por qué las revueltas se inician en Túnez, la transformación y el impacto económico del cambio en la región, la reacción de la UE o las implicaciones que estos movimientos están teniendo para la economía española y mundial.

Reestructuración financiera

En la dimensión financiera de la crisis económica y sus secuelas, parecía imprescindible ofrecer al lector un parte del proceso reciente de reforma financiera, especialmente referida a las cajas de ahorros, que está teniendo lugar en España. El trabajo de los profesores **Carbó** (Universidad de Granada y FUNCAS) y **Maudos** (Universidad de Valencia e IVIE) ofrece una visión completa de cual es la situación del sector bancario español, de cómo se compara su comportamiento con los sistemas bancarios de otros países de Europa y de cuales han sido las importantes medidas adoptadas para reestructurar el sistema, concluyendo con algunas apreciaciones sobre el camino que queda por recorrer.

La grave crisis que atraviesa la economía española tuvo un impacto tardío pero profundo en el sistema financiero. Es cierto que se han adoptado medidas de gran calado tales como la creación del FROB, la reforma de la Ley de Cajas de Ahorros, las exigencias de provisiones para sanear activos ó el Real Decreto Ley de reforzamiento del sistema financiero. Pese a ello, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado no financiero es, en España, negativa y más baja que la de otros países de nuestro entorno. Seguramente, el tema no es estrictamente financiero; factores tales como la débil recuperación económica, la concentración de riesgo en el sector inmobiliario y el necesario ajuste del valor de los activos inmobiliarios influyen en que los mercados no acaben de recuperar la confianza en el sector bancario español.

Los autores destacan que las medidas adoptadas van en la buena dirección pero quedan tareas pendientes, tales como avanzar en la corrección del exceso de capacidad instalada, aumentar la transparencia informativa, mejorar la gestión de las entidades, continuar el saneamiento de activos y plantear, por parte de las instituciones, una estrategia a medio y largo plazo, huyendo de estériles visiones de corto plazo.

Este número de *Cuadernos* ofrece también la conferencia organizada por FUNCAS e impartida por **Joaquín Almunia**, Vicepresidente de la Comisión Europea responsable de Política de Competencia, el día 24 de marzo pasado en Madrid. En ella se hace un repaso del origen y efectos de la crisis, el rescate y la reestructuración bancaria, la situación española, concluyendo con unas reflexiones finales. *Cuadernos* desea agradecer, a Joaquín Almunia y a la Comisión Europea, las facilidades dadas para la publicación de esta interesante conferencia.

Otros temas financieros y empresariales

Otras tres colaboraciones sobre temas financieros completan esta importante perspectiva en este número: los productos financieros socialmente responsables, la situación de las gestoras de inversión colectiva y la naturaleza de los denominados fondos soberanos.

Los productos financieros socialmente responsables (PFSR) se caracterizan porque combinan resultados financieros con valores medioambientales, sociales y de buen gobierno de los inversores. El artículo del profesor **Enrique Castelló**, Universidad Complutense, y **Carlos Trias**, Consejero del CES Europeo, recoge los aspectos más destacados de estos PFSR, como tipos de productos, criterios de preselección de las inversiones, medición de los resultados, desarrollo del mercado, factores dinamizadores de estos productos y las tendencias que marcan su futuro. Destaquemos algunos datos que ofrece este artículo. El volumen de las inversiones socialmente responsables asciende en el mundo y en 2007 a casi cinco billones de euros, concentrados mayoritariamente en Europa, 53 por 100, y EEUU, 39 por 100.

La inversión institucional alcanza cifras muy notables en las economías avanzadas. En España, y referido sólo a fondos de inversión y de pensiones, el patrimonio total supera los 220 millardos de euros. Los profesores **Mercedes Alda, Luis Ferruz y Ruth Vicente**, de la Universidad de Zaragoza, realizan, en su trabajo, un análisis cuantitativo de la situación de las principales gestoras españolas de fondos

de inversión y pensiones. De él se desprende la existencia de una elevada concentración ya que, en ambos, las tres mayores gestionan volúmenes superiores al 45 por ciento del patrimonio total. Si se consideran las diez mayores, estos porcentajes se sitúan por encima del noventa por ciento en los fondos de pensiones y del setenta en los de inversión. Por otra parte, la entrada de competidores extranjeros apenas ha afectado a los grupos que lideran esta inversión institucional.

Por su parte, **Juan Ignacio Crespo,** Director de Thomson Reuters, analiza lo que son los denominados fondos soberanos y sus aspectos más destacados, entre ellos: funcionamiento, momento de aparición, novedades que ofrecen en la actualidad, importancia de los volúmenes que manejan o destino de sus inversiones. El autor concluye afirmando que los fondos soberanos han cometido errores y se han negado a aceptar la inminencia y profundidad de la presente crisis.

El parte periódico de **Carlos Humanes** sobre novedades del mundo empresarial cierra esta sección del presente número con referencias a cinco hechos noticiables: la situación de los bancos alemanes y su exposición a la República griega, la nueva y más exigente regulación financiera británica —que puede dar lugar a un proceso de deslocalización de grandes entidades de crédito inglesas—, la revalorización bursátil de las *small caps* que parece despertar el interés de los inversores, las inversiones de una compañía minera canadiense que busca de oro en Badajoz y la implantación del móvil como medio de pago por parte de la Compañía Telefónica.

Unas cuentas satélite con fundamento

A finales del año 2008, existían en España 8.073 fundaciones con actividad, que contaban con casi 230 mil empleados y realizaban un gasto cercano a lo 16,8 millardos de euros. De ellas, 7.046 eran privadas, tenían casi 172 mil empleados y su gasto ascendía a doce millardos de euros.

El artículo de los profesores **José Barea**, Universidad Autónoma de Madrid, y **José Luis Monzón**, Universidad de Valencia, que anticipa los resultados de una extensa investigación en vías de edición por FUNCAS, tiene por objeto establecer la importancia económica de las fundaciones privadas españolas al servicio de los hogares, mediante un análisis de las cuentas satélite y de sus gastos por finalidades. Con este propósito, los autores acotan el ámbito de las fundaciones y entidades consideradas en el estudio, proponen la metodología de elaboración de las cuentas satélite y de gastos por finalidades, que luego aplican a las fundaciones al servicio de los hogares y a las fundaciones y obras sociales de las cajas de ahorros.

Es la primera vez que se aplica rigurosamente la metodología de Cuentas Satélites del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales a este subsector. En cuanto al peso de las Obras Sociales y fundaciones de las Cajas de Ahorros, el trabajo cifra su producción en casi un tercio de la realizada por todas las fundaciones privadas al servicio de los hogares. El 89 por ciento de esa producción se ofrece de forma gratuita a los beneficiarios.

Larga vida a la AER

American Economic Review cumple este año el primer centenario de vida. Si siempre debemos congratularnos de un acontecimiento de este tipo en una revista económica, más aún cuando ésta tiene un reconocimiento internacional tan amplio.

Alfonso Carbajo, Economista y Técnico Comercial del Estado, repasa este centenario y sitúa su nacimiento en el contexto histórico de la Ciencia Económica en los inicios del siglo XX y su posterior evolución hasta la celebración de su primer siglo de vida.

Recuperación a cámara lenta

María Jesús Fernández y Ángel Laborda[1]

1. Introducción

La recuperación de la economía internacional prosigue a buen ritmo, aunque sigue habiendo elementos de incertidumbre, como el encarecimiento del petróleo, agravado en los últimos meses por la situación política en los países árabes, o las tensiones en los mercados de deuda europeos. El rescate de Portugal podría poner fin a estas últimas, pero quizás solo temporalmente, puesto que no está claro que las ayudas proporcionadas por el fondo europeo supongan una solución a largo plazo para problemas que, en el fondo, son de solvencia.

En España, sin embargo, la salida de la crisis sigue siendo muy lenta. Los indicadores relativos a los primeros meses de 2011 vuelven a poner de manifiesto la debilidad de la demanda nacional, con las exportaciones una vez más como principal fuente de crecimiento. La primera solo va a mejorar de forma gradual, y, pese a su dinamismo, las segundas no tienen capacidad, por sí solas, para empujar a la economía española hacia una nueva etapa de crecimiento. El ritmo de la recuperación, por tanto, seguirá siendo débil.

Tras repasar la evolución de la economía en 2010, este artículo realiza una exposición de las condiciones económicas en el arranque del año actual, comenzando por el contexto internacional, para después abordar la coyuntura de la economía española.

2. Contexto internacional

La recuperación de la economía mundial comienza a ganar consistencia, al tiempo que se reduce la sensación de incertidumbre y se extiende un clima de mayor optimismo (gráfico 1). Pero aún existen elementos de preocupación procedentes de la crisis de la deuda pública en Europa, así como de la escalada de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas en los mercados internacionales. Asimismo, los planes de consolidación fiscal, junto al elevado grado de endeudamiento privado y la situación del sector financiero de numerosas economías desarrolladas siguen limitando la capacidad de crecimiento de su demanda interna, aunque este efecto puede ser contrarrestado por la fortaleza de los países emergentes.

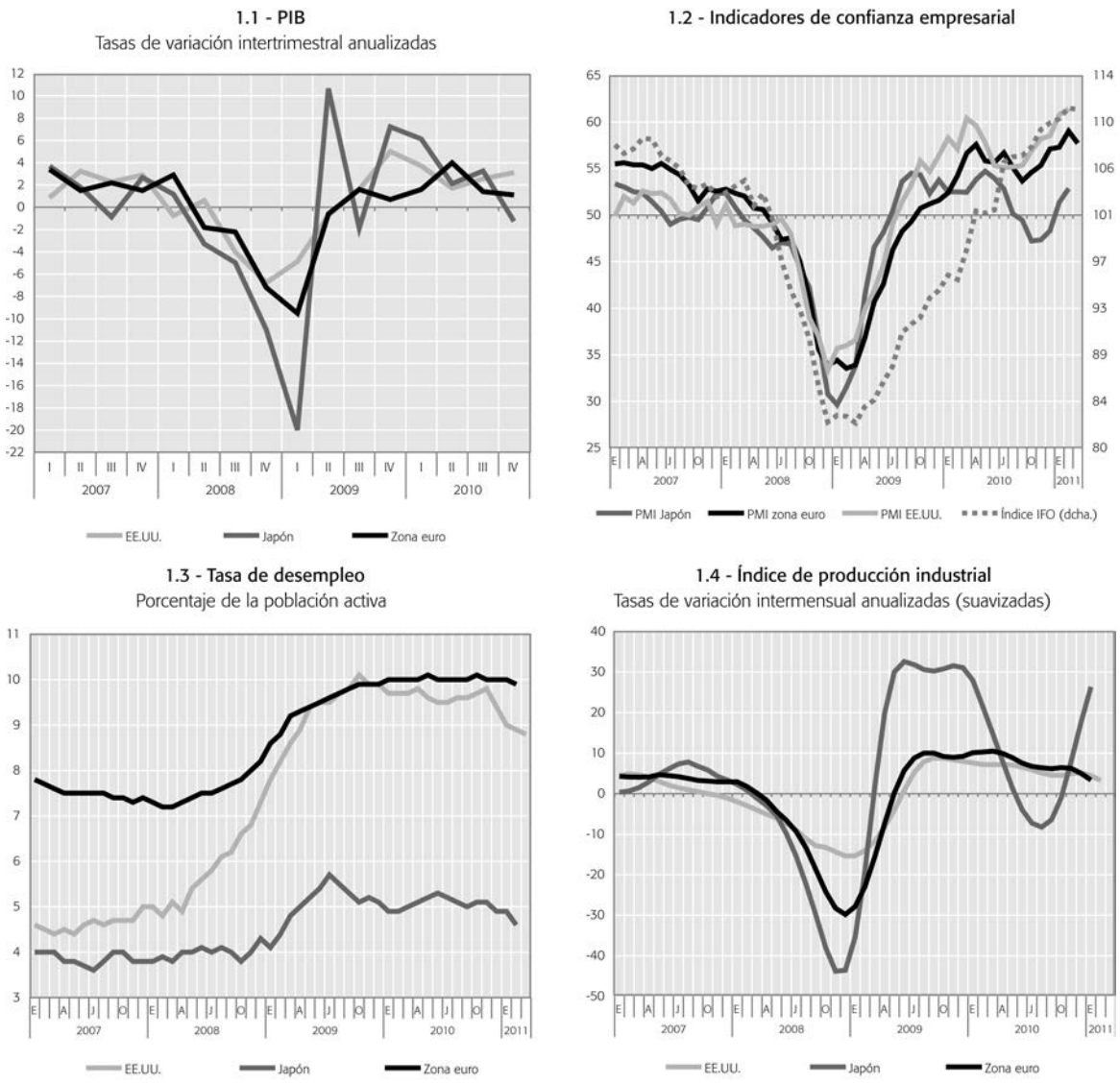
En Estados Unidos el PIB creció un 2,9 por 100 en 2010, cerca de su ritmo tendencial. Pese a ello, la tasa de desempleo, que permanece en un nivel elevado, el 8,8 por 100, se reduce lentamente y la tasa de inflación no muestra signos de descontrol. Ello anima a la Reserva Federal a prolongar por tiempo indefinido su política de expansión cuantitativa y tipos de interés cercanos a cero. El Gobierno tampoco planea recortes drásticos del déficit presupuestario, que en 2010 ascendió al 8,9 por 100 del PIB, y según sus proyecciones no se situará por debajo del 3 por 100 hasta 2016.

Japón creció un 4 por 100 en 2010, aunque sufrió una recaída en el último trimestre. La catástrofe sufrida por este país representa una reducción de su capacidad de producción que se reflejará en un retroceso de su nivel de PIB. No obstante, la abundancia de ahorro acumulado por los japoneses permitirá una rápida restitución del capital produc-

[1] Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

Gráfico 1

ECONOMÍA INTERNACIONAL



Fuente: MEH, Eurostat.

tivo destruido y por tanto de su capacidad productiva, al tiempo que los trabajos de reconstrucción impulsarán el crecimiento en la segunda mitad del año. El impacto económico del desastre nuclear, sin embargo, puede ser más duradero en sectores como el pesquero. La economía mundial apenas se resentirá, aunque algunos países asiáticos sí podrían sentir las consecuencias de la paralización del tráfico comercial con el país nipón.

La evolución de las principales economías emergentes en 2010 ha estado marcada por un ritmo de crecimiento vigoroso, el descenso de sus superávit comerciales, el aumento de la inflación y el endurecimiento de sus políticas monetarias. China avanzó un 10,4 por 100 en 2010, con una inflación al alza que en los primeros meses de 2011 se mueve ligeramente por debajo del 5 por 100. India presentó un crecimiento del 11,2 por 100 hasta el tercer trimestre, mientras que Brasil incrementó su PIB un 7,5 por 100. El aumento de la tasa de inflación de este último, que se sitúa por encima del 6 por 100, impulsó al banco central a iniciar a comienzos de 2010 un endurecimiento de su política monetaria, que ha elevado el objetivo de los

tipos de interés hasta el 11,75 por 100, lo que está generando tensiones al alza sobre su divisa.

El crecimiento del PIB en la zona euro fue del 1,7 por 100, algo por debajo de su ritmo tendencial. Tanto la demanda nacional como el sector exterior han contribuido positivamente a dicho avance. Destacan los buenos resultados de Alemania, que creció un 3,5 por 100, muy por encima de los modestos registros cosechados por las otras grandes economías del área, Francia e Italia, con tasas del 1,5 por 100 y del 1,2 por 100, respectivamente. Estos crecimientos apenas han sido suficientes para estabilizar la tasa de paro en torno al 10 por 100. La inflación se ha elevado hasta el 2,6 por 100 en marzo, impulsada por el encarecimiento de las materias primas. Pese a que la tasa subyacente se mantiene contenida en torno al 1,2 por 100 y el crecimiento de la M3 es muy moderado —un 2 por 100—, el Banco Central Europeo, en contraste con la Reserva Federal, ha decidido poner fin a su política de tipos de interés mínimos con una primera subida de estos en el mes de abril hasta el 1,25 por 100.

Las tensiones en los mercados de deuda pública europeos no han cesado durante los primeros meses de 2011. En marzo se acordó la ampliación de la cuantía utilizable del fondo de rescate actualmente en vigor, que dejará de funcionar en junio de 2013, y se aprobó la creación de un fondo permanente que comenzará a funcionar a partir de ese momento. No obstante, no está claro que este fondo, al que Portugal ha sido el último en recurrir, sea realmente una solución o sirva simplemente para retrasar el estallido de problemas que en el fondo son de solvencia. Irlanda y Grecia, pese a haber sido ya rescatados, no han logrado reducir los diferenciales de su deuda con respecto a la alemana, y, al igual que en el caso de Portugal, las medidas para estabilizar las cuentas públicas de estos países, que volvieron a registrar tasas negativas de crecimiento del PIB en 2010, van a impedir su retorno a una senda sólida de crecimiento. España, por su parte, ha conseguido desvincularse de los anteriores, y su prima de riesgo mantiene una tendencia a la baja, cerca ya de los niveles de Italia.

Fuera del área euro, Reino Unido, que creció un 1,3 por 100 en 2010, truncó en el último trimestre su proceso de recuperación, lo que se atribuye al efecto de las severas medidas de ajuste fiscal adoptadas por el nuevo Gobierno.

3. Evolución reciente de la economía española

La economía española decreció un 0,1 por 100 en 2010, lo que supone un resultado mejor de lo previsto. El perfil intertrimestral a lo largo del ejercicio estuvo marcado por el final de los estímulos fiscales a la compra de automóviles en junio y el efecto adelanto sobre las compras derivado del incremento del IVA a partir del 1 de julio. Estos dos factores favorecieron un repunte de la actividad en el segundo trimestre del año, que se compensó en parte con una caída, si bien muy leve, en el tercero. En el conjunto del ejercicio, la aportación de la demanda nacional al crecimiento fue negativa (−1,2 puntos porcentuales) y la del sector exterior fue positiva, al igual que ha venido sucediendo desde el inicio de la crisis, aunque en el segundo trimestre se produjo una reversión transitoria de este patrón, como consecuencia de los efectos antes señalados.

En los primeros meses de 2011 no se han observado cambios significativos en las condiciones económicas. Los indicadores disponibles apuntan a una tasa de crecimiento muy similar a la observada en el cuarto trimestre de 2010 (0,2 por 100), que se seguirá sustentado sobre la demanda externa.

El **consumo de los hogares** creció en 2010 un 1,2 por 100. Este agregado presentó un comportamiento muy diferenciado en la primera y en la segunda mitad del año como consecuencia del final de las ayudas a las compras de automóviles en junio y del adelanto de compras ante la subida del IVA. Estas circunstancias dieron lugar a importantes ascensos en los dos primeros trimestres, y a una caída seguida de una ligera recuperación en los dos siguientes debido a un efecto compensación.

Los indicadores correspondientes a los primeros meses de este ejercicio no reflejan mejoría alguna de esta variable (gráficos 2.1 y 2.2). Las ventas minoristas de enero y febrero han seguido retrocediendo en comparación con el trimestre precedente, al igual que las ventas declaradas por las grandes empresas a la Agencia Tributaria y las pernoctaciones en hoteles de residentes, mientras que las ventas de automóviles crecen ligeramente, pero desde un nivel muy reducido tras la fuerte caída registrada en el tercer trimestre del pasado año. El índice de confianza del consumidor mejoró notablemente en febrero, pero volvió a retroceder fuertemente en marzo, de forma que la media de los tres primeros meses del año apenas mejoró con respecto al trimestre anterior. La cartera de pedidos de bienes de consumo presentó un ligero empeoramiento. El **consumo público** descendió un 0,7 por 100 en el conjunto del ejercicio. También se distinguen dos periodos en la evolución de esta variable: crecimiento en la primera mitad del año y recortes en la segunda, como consecuencia de la adopción de las medidas de ajuste fiscal introducidas en mayo.

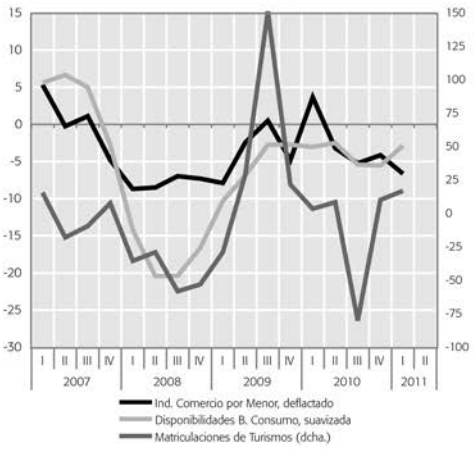
La **formación bruta de capital fijo** anotó una variación anual del −7,6 por 100 en 2010. La evolución de la

Gráfico 2

INDICADORES DE CONSUMO, INVERSIÓN EN EQUIPO Y CONSTRUCCIÓN

2.1 - Indicadores de Consumo (I)

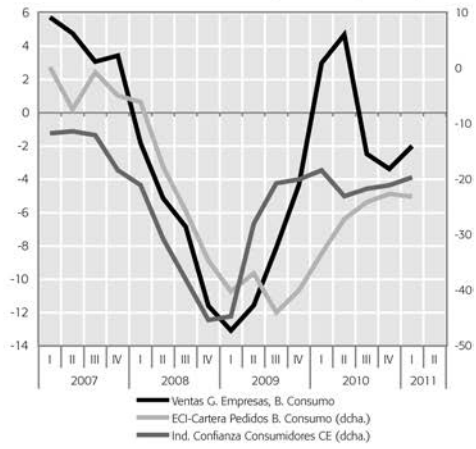
Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: MEH, INE, DGT y elaboración propia.

2.2 - Indicadores de Consumo (II)

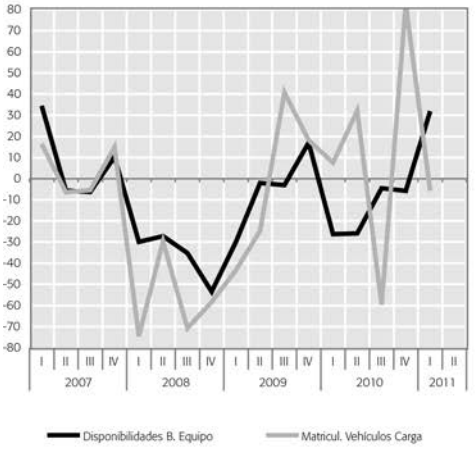
Variación interanual en % o saldos de respuestas en % (ECI e ICC)



Fuentes: Comisión Europea, MITyC y AEAT.

2.3 - Indicadores de FBCF en equipo (I)

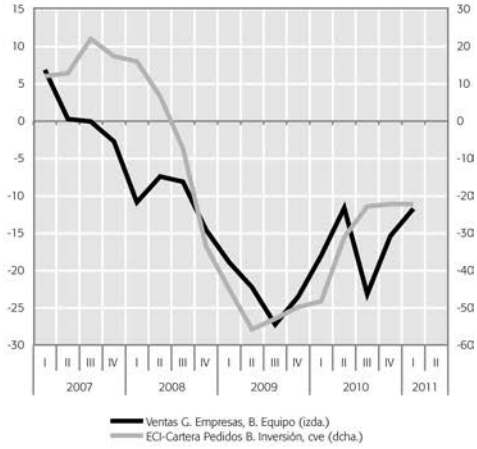
Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: MEH y DGT.

2.4 - Indicadores de FBCF en equipo (II)

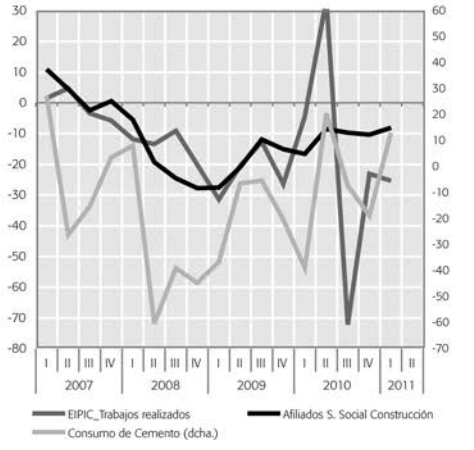
Variación interanual en % o saldos de respuestas en % (ECI)



Fuentes: MITyC y AEAT.

2.5 - Indicadores de Construcción (I)

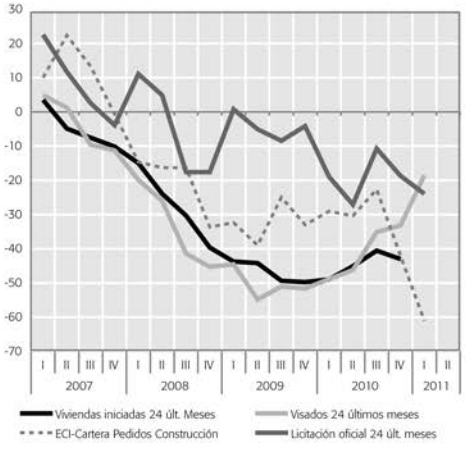
Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: M. Fomento, M. Trabajo, OFICEMEN y elaboración propia.

2.6 - Indicadores de Construcción (II)

Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: MITyC, M. Fomento y M. Vivienda.

inversión en **bienes de equipo** fue positiva, con un crecimiento del 1,8 por 100, lo que en un entorno de restricción crediticia y de expectativas desfavorables puede estar recogiendo la inversión realizada por las grandes empresas. Los indicadores relativos a la evolución de esta variable durante el primer trimestre son todavía escasos y divergentes (gráficos 2.3 y 2.4): el índice de disponibilidades de bienes de equipo ha mejorado en enero, al igual que las ventas interiores de grandes empresas de dichos bienes, pero las ventas de vehículos de carga se han reducido y la cartera de pedidos de bienes de equipo en el conjunto del primer trimestre se ha mantenido en el mismo nivel que en el periodo anterior.

En cuanto a la inversión en **construcción**, en 2010 prosiguió su ajuste y retrocedió un 11,1 por 100. Aunque el ritmo de caída de la construcción residencial mantuvo una tendencia a la moderación, en construcción no residencial se intensificó, debido a la paralización de la obra pública. Los indicadores relacionados con esta variable correspondientes al primer trimestre de este año también son escasos aunque apuntan a la continuación de las tendencias anteriores (gráficos 2.5 y 2.6). Los visados de obra nueva siguen descendiendo aunque a un ritmo decreciente, mientras que la licitación oficial agudiza su caída.

Con respecto al **sector exterior**, las exportaciones de bienes y servicios crecieron el pasado año un 10,3 por 100, mientras que las importaciones ascendieron un 5,4 por 100. En el caso solo de bienes, las exportaciones avanzaron un 13,6 por 100 en términos reales, lo que supone un crecimiento ligeramente superior a la media de la zona euro y el más elevado de los últimos trece años, de acuerdo con las cifras de Contabilidad Nacional. El avance de las exportaciones españolas fue solo ligeramente inferior al del comercio internacional, según las últimas estimaciones de la Organización Mundial del Comercio. El ritmo de crecimiento de las importaciones fue inferior al de las exportaciones, lo que hizo posible que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB fuera nuevamente positiva (un punto porcentual). En el mes de enero de 2011, único de 2011 para el que existen datos, las exportaciones han seguido creciendo con fuerza en términos reales, pero también lo han hecho las importaciones. También crecen los ingresos por turismo, aunque mucho menos que los de bienes.

Desde el punto de vista de la oferta, la contracción del PIB en 2010 se explica por la caída de la actividad en el sector de la construcción —y, en menor medida, en la agricultura—, ya que la industria y los servicios de mercado recogieron pequeños incrementos en su nivel de actividad. En cuanto a la **industria manufacturera**, el buen comportamiento de las exportaciones de bienes no se ha traducido en una expansión significativa de su VAB, que creció solo un 0,9 por 100 el pasado año. Esta escasa repercusión de las exportaciones sobre la actividad se explica, independientemente de la evolución negativa de la demanda nacional, por el relativamente reducido tamaño del sector exportador, además de por el elevado contenido en importaciones de nuestras exportaciones.

El índice de producción industrial de enero y febrero, así como el de cifra de negocios y entrada de pedidos correspondientes a enero han exhibido muy buenos resultados, mientras que el indicador de confianza ha registrado en media en los tres primeros meses del año una mejoría con respecto a la media del trimestre anterior, si bien con un sensible retroceso en el mes de marzo. Por otra parte, el exceso de existencias acumuladas durante la crisis ha sido absorbido, y estas se encuentran ya al mismo nivel que antes del inicio de esta. Parece, por tanto, que el crecimiento del VAB industrial se ha acelerado en el primer trimestre, apoyado siempre sobre la demanda externa (gráficos 3.1 a 3.4). En consonancia, la caída del empleo continúa, pero a un ritmo descendente, de acuerdo con las cifras de afiliación a la Seguridad Social.

El VAB en el sector de la **construcción** se redujo un 6,3 por 100. Son doce los trimestres consecutivos de caídas intertrimestrales en el volumen de actividad del sector, pese a lo cual este es solo un 16 por 100 inferior al máximo alcanzado en el cuarto trimestre de 2007. En los primeros meses de este año se observan resultados contradictorios en los indicadores relacionados con la actividad en el sector. Por una parte, el consumo de cemento y la producción industrial de materiales para la construcción han arrojado una pequeña recuperación, pero por otra, el índice de producción del sector constructor ha intensificado su caída en enero y el índice de confianza ha sufrido un auténtico hundimiento en el conjunto del primer trimestre, hasta el mínimo de toda la serie histórica iniciada en 1989, al igual que la cartera de pedidos. El número de afiliados a la Seguridad Social, por su parte, ha seguido reduciéndose en el primer trimestre a un ritmo semejante al observado a lo largo del pasado año. Es posible que el incremento en la producción de materiales para la construcción en el primer trimestre esté ligado a su propio ciclo de inventarios más que a la evolución de la actividad del sector de la construcción en el mismo periodo.

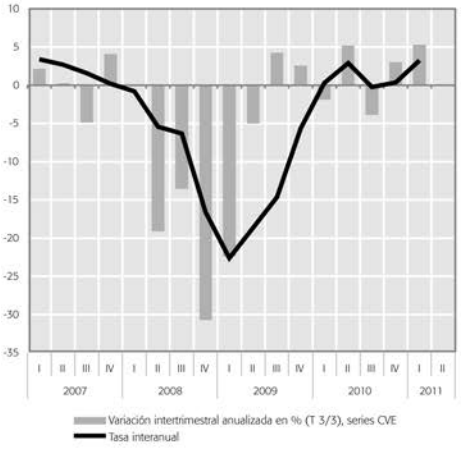
Los **servicios de mercado** crecieron un 0,4 por 100 en 2010. Solo el primer trimestre arrojó una tasa intertrimestral negativa. El índice de actividad en el sector ha ralentizado su crecimiento en enero, y el número de afiliados a la Seguridad Social mantiene un ritmo de crecimiento suave, de unas pocas décimas porcentuales, en línea con el exhibido a lo largo de 2010. Los indicadores de con-

Gráfico 3

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y DE SERVICIOS

3.1 - Índice de producción industrial, total

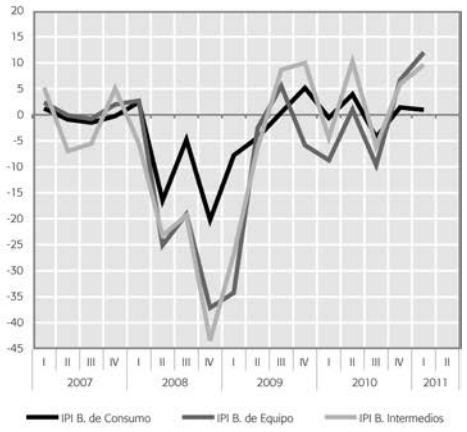
Variación en %



Fuentes: INE (IPI).

3.2 - IPI por grupos de productos

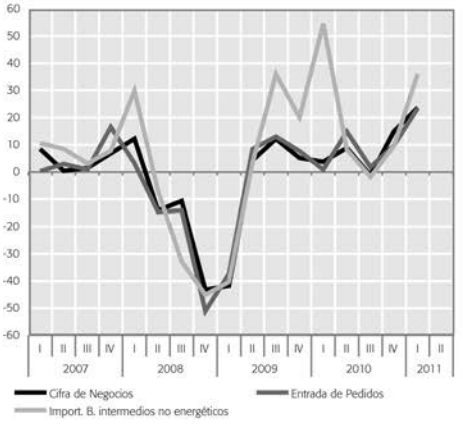
Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: INE (IPI).

3.3 - Otros indicadores del sector industrial (I)

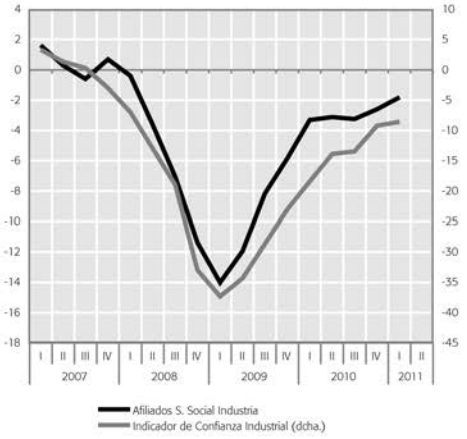
Variación timestral anualizada en %, series CVE



Fuentes: MEH e INE.

3.4 - Otros indicadores del sector industrial (II)

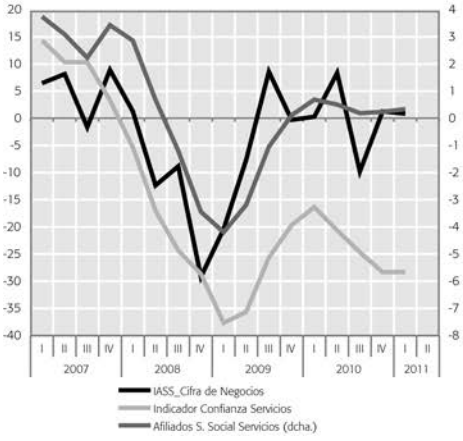
Variación trimestral anualizada en % o saldos de respuestas



Fuentes: Comisión Europea y M. Trabajo.

3.5 - Indicadores de Servicios (I)

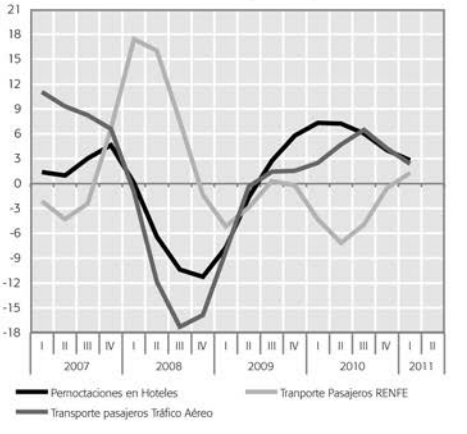
Variación trimestral anualizada en % o saldos de respuestas



Fuentes: Comisión Europea, M. Trabajo e INE.

3.6 - Indicadores de Servicios (II)

Variación timestral anualizada en %, series CVE y suavizadas



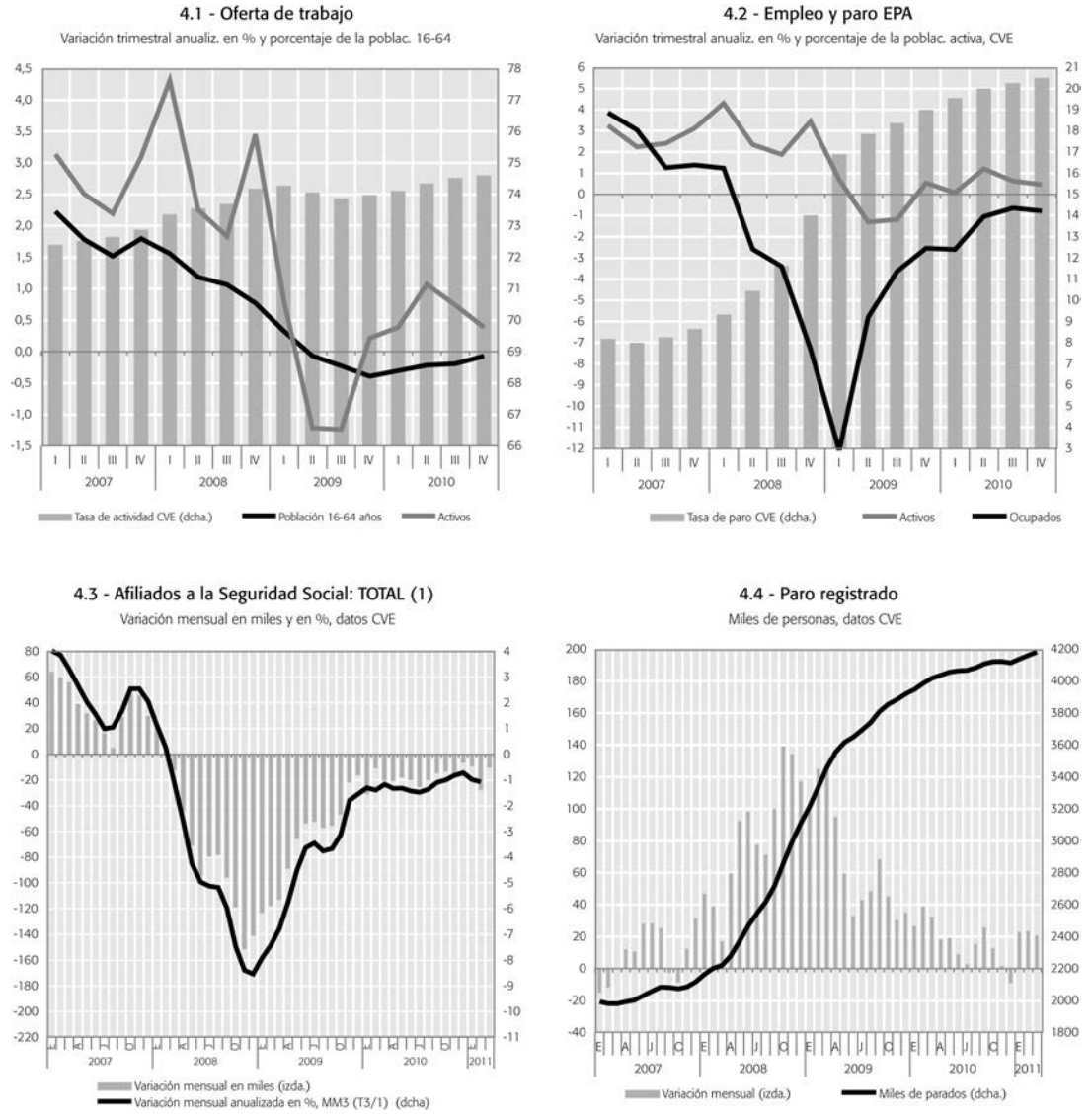
Fuentes: INE, AENA, RENFE y elaboración propia.

fianza del sector servicios, así como del comercio minorista, tampoco han avanzado en el primer trimestre. Las pernoctaciones en hoteles han seguido creciendo, pero a un ritmo decreciente como consecuencia de la caída de las pernoctaciones de españoles, en tanto que las de extranjeros se han incrementado sensiblemente en enero y febrero (gráficos 3.5 y 3.6). No se observa, por tanto, una mejoría clara en el comportamiento del sector servicios al inicio del año.

La caída del **empleo** medio anual en 2010 fue de 431.500, de acuerdo con la Encuesta de Población Activa. Si en 2009 la pérdida de puestos de trabajo se concentró en un 90 por 100 en los trabajadores con contrato temporal, mientras que el descenso del empleo entre los trabajadores con contrato indefinido fue mínimo, en 2010 la caída del empleo entre los temporales se ralentizó y entre los indefinidos se intensificó, de modo que afectó a ambos grupos de forma más equilibrada. La tasa de paro se situó en el 20,1 por 100. Entre los trabajadores extranjeros dicha tasa ascendió al 30,2 por 100 y entre los españoles al 18,2 por 100. La tasa de desempleo juvenil fue del 41,6 por 100. En el conjunto del año, el empleo se redujo en todos los sectores económicos. No obstante, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, el número de ocupados creció ligeramente en los servicios y en la agricultura (gráfico 4).

Gráfico 4

INDICADORES DEL MERCADO LABORAL



(1) Series corregidas del efecto reguralización de extranjeros en 2005.
Fuente: MTAS.

Fuente: MTAS.

En los tres primeros meses de 2011, el número de afiliados —aún no se conocen los resultados de la EPA— ha vuelto a descender a un ritmo semejante al del trimestre precedente. En cuanto al paro registrado, tampoco se han producido cambios significativos en la evolución del primer trimestre.

La **productividad** aparente del factor trabajo volvió a crecer en 2010 a un ritmo intenso, un 2,3 por 100, si bien inferior al del año anterior, lo que unido a la moderación de las remuneraciones salariales ha hecho posible un descenso del 1,5 por 100 de los costes laborales unitarios. En el caso de la industria manufacturera, dicho recorte de los CLU ha sido incluso mayor, del 4,6 por 100, lo que ha permitido recuperar parte de la competitividad en costes perdida hasta el inicio de la crisis.

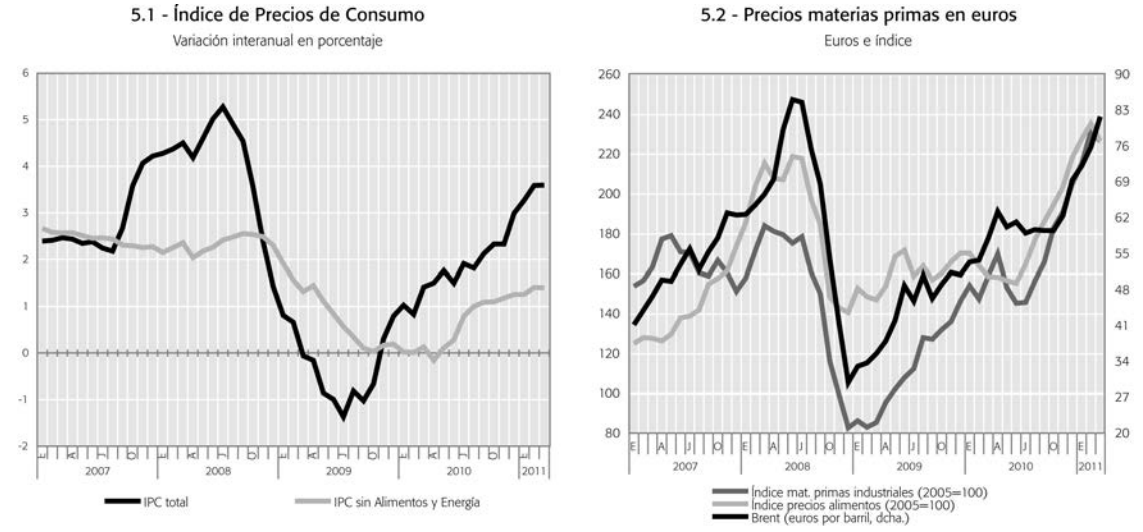
La tasa de **inflación** media anual de los precios de consumo se elevó en 2010 hasta el 1,8 por 100, desde un –0,3 por 100 el año anterior. La trayectoria fue al alza durante todo el ejercicio, desde un 0,8 por 100 en diciembre de 2009 hasta un 3,0 por 100 en diciembre de 2010. En los primeros meses de 2011 se ha mantenido la misma tendencia, hasta alcanzar un 3,6 por 100 en marzo. Este nivel relativamente elevado de la tasa general obedece a los fuertes ascensos interanuales registrados en los precios de los productos energéticos, como consecuencia del encarecimiento del petróleo. La tasa subyacente también se movió al alza a partir de mayo del pasado año, pero siempre manteniéndose en niveles reducidos: la interanual de diciembre ascendió al 1,5 por 100, si bien en febrero de este año se elevó hasta el 1,8 por 100 (gráfico 5).

Los factores que más han influido en el ascenso del índice subyacente han sido dos: el fuerte encarecimiento de los productos alimenticios, como consecuencia del aumento de las cotizaciones de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales, y el aumento del IVA en julio y de la imposición sobre el tabaco en diciembre de 2010. El índice del núcleo inflacionista, que excluye todos los alimentos —categoría dentro de la cual se inscribe el tabaco— y los productos energéticos, ascendía al 1,0 por 100 en diciembre de 2010, y se situaba en el 1,3 por 100 el pasado mes de febrero. Las tensiones inflacionistas generadas por las condiciones de oferta y demanda siguen siendo, por tanto, muy moderadas, y son factores exógenos los que explican el relativamente elevado nivel alcanzado por la tasa general.

El **déficit por cuenta corriente** se incrementó ligeramente en términos nominales en 2010 en comparación con 2009, aunque en relación al PIB se produjo un descenso desde el 5,2 por 100 hasta el 4,5 por 100. Dicho incremento nominal procede del aumento del déficit comercial derivado totalmente del fuerte ascenso de la factura energética, ya que el déficit no energético, según cifras de Aduanas, sí se redujo en 2010 en comparación con el año anterior. El resto de componentes de la balanza corriente —la de servicios, rentas y transferencias corrientes— registraron, por el contrario, una mejoría. En el mes de

Gráfico 5

INDICADORES DE PRECIOS



Fuentes: INE (IPC).

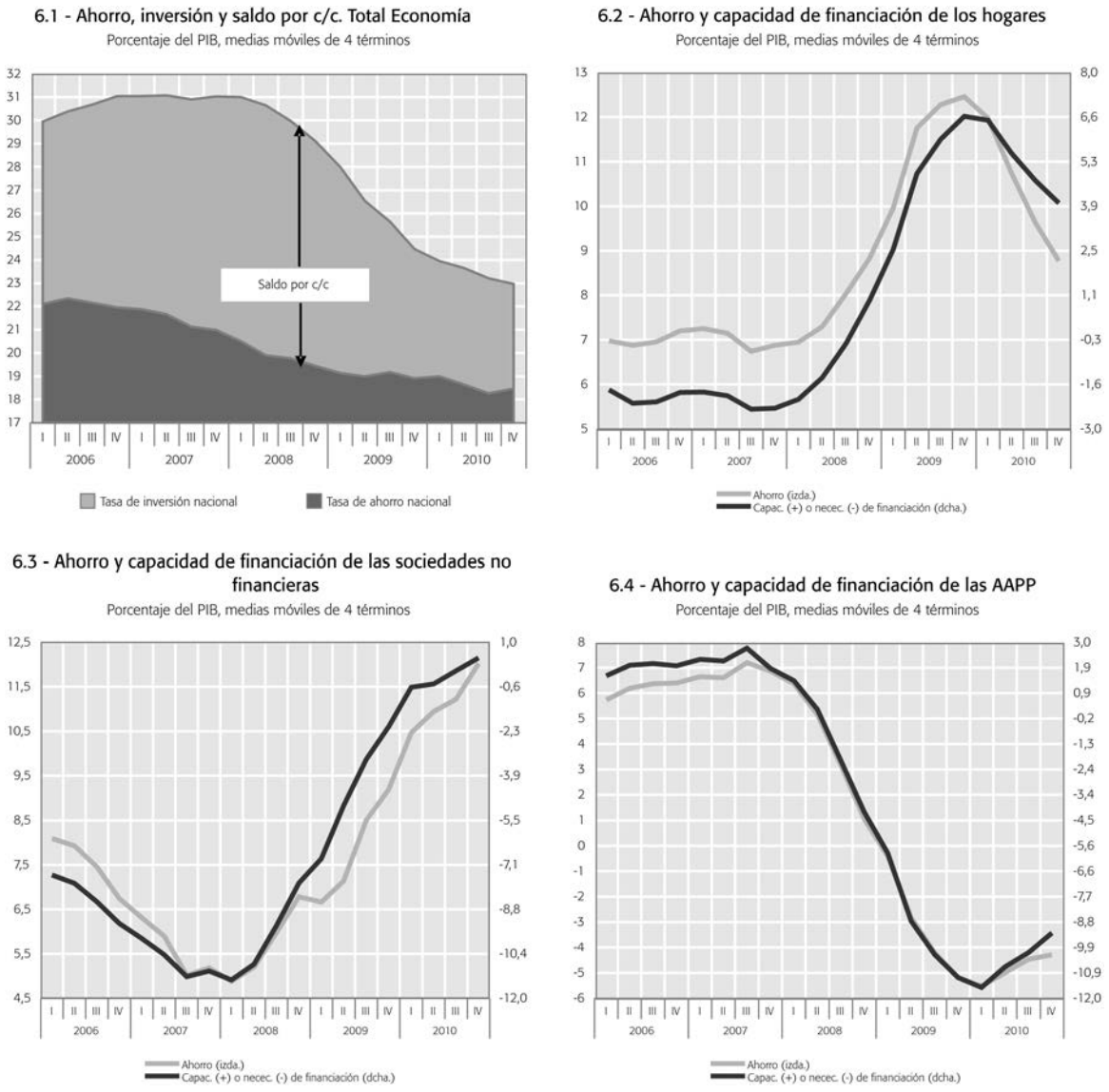
Fuentes: The Economist y MEH.

enero de 2011 se mantienen las mismas tendencias: incremento del déficit comercial total, pero descenso del déficit no energético.

Desde la perspectiva del equilibrio entre **ahorro e inversión**, la tasa de ahorro con respecto al PIB del conjunto de la economía se redujo cuatro décimas porcentuales en 2010, hasta el 18,5 por 100, debido a una reducción importante de la tasa de ahorro de los hogares que fue casi compensada por un aumento del ahorro —o mejor dicho, un descenso del desahorro— del sector público (gráfico 6). La tasa de inversión sufrió un retroceso aún mayor, lo que explica la reducción del déficit corriente en relación al PIB. La capacidad de financiación de los hogares siguió siendo positiva en 2010, aunque de menor magnitud que en 2009, mientras que el saldo financiero de las sociedades no financieras cambió de signo, arrojando estas también una capacidad de financiación positiva, algo insólito en la contabilidad nacional española. Las AA.PP., por otra parte, recortaron su necesidad de financiación desde el 11,1 por 100 del PIB en 2009 al 9,2 por 100 en 2010, con lo que el resultado final para el conjunto de la economía fue una

Gráfico 6

AHORRO Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



Fuentes: INE (CTNFSI).

necesidad de financiación del 3,9 por 100 del PIB, 1,2 puntos porcentuales por debajo de la obtenida en 2009.

4. Previsiones 2011-2012

La economía española continúa en proceso de ajuste estructural. El consumo privado y la inversión en bienes de equipo ya se han estabilizado y presentan tasas positivas de crecimiento, pero estas van a seguir siendo reducidas, ya que los agentes económicos no han terminado de sanear sus finanzas y el crédito solo comenzará a fluir de forma lenta. Por otra parte, la inversión en construcción privada va a seguir retrocediendo y restando crecimiento, así como el gasto público en consumo e inversión. El encarecimiento del petróleo, la normalización de los tipos de interés de referencia de la política monetaria y el ajuste de las cuentas públicas —que este año afectará especialmente a las CC.AA.- van a añadir más dificultades. La capacidad de crecimiento de la demanda nacional seguirá siendo, por tanto, muy limitada.

Solo las exportaciones pueden aumentar a un ritmo sustancial, en un entorno internacional más favorable de lo que se anticipaba hace unos meses. Pero la capacidad de estas para contribuir al crecimiento del PIB también es modesta, debido al insuficiente porcentaje que representan sobre el mismo y al elevado porcentaje de importaciones que incorporan. Los indicadores publicados correspondientes a los primeros meses del año apuntan en esta dirección: demanda nacional débil, crecimiento de la actividad industrial impulsada por las exportaciones, y actividad en los servicios sostenida en gran medida por el aumento de la llegada de turistas.

Por el lado positivo, hay que señalar que las medidas adoptadas por el Gobierno y los procesos de saneamiento y reestructuración de las entidades de crédito parecen haber alejado definitivamente el riesgo de un recrudecimiento de las tensiones sobre la deuda pública española, lo que debería traducirse en un paulatina mejora de las condiciones financieras para el conjunto de la economía.

Las previsiones de FUNCAS apuntan a un **crecimiento del PIB del 0,8 por 100 en 2011 y del 1,4 por 100 en 2012**, en línea con las previsiones de consenso de los analistas recogidas en el Panel de Previsiones. El perfil trimestral esperado es de tasas intertrimestrales positivas moderadas y con tendencia suavemente ascendente (gráfico 7 y cuadro 1).

El **consumo de los hogares** crecerá algo menos que en el ejercicio anterior, un 0,7 por 100, aunque el perfil será de tasas intertrimestrales positivas y crecientes. En 2010, la tasa de crecimiento de esta variable se vio favorecida por los estímulos a la compra de automóviles y la comparación con un ejercicio, 2009, en el que esta variable sufrió una fuerte contracción. Además, en 2011 se prevé una nueva, y significativa, caída de la renta disponible de los hogares en términos reales y la tasa de ahorro ya no tiene tanto recorrido a la baja como en el año anterior. En 2012, el crecimiento del gasto privado será del 1,3 por 100. El **consumo público** seguirá recortándose como consecuencia de los planes de ajuste fiscal de todas las administraciones públicas, estimándose su descenso en el 1,2 por 100 en ambos ejercicios.

La **formación bruta de capital** en bienes de equipo y otros productos va a presentar un crecimiento anual del 1,8 por 100 este año y del 3,6 por 100 el próximo. Pese a ser tasas positivas, siguen siendo muy reducidas en comparación histórica. La inversión en construcción prolongará su ajuste, aunque a partir de ahora será más intenso en la construcción no residencial que en la residencial, debido a la necesidad de ajustar el gasto público para poder cumplir con los objetivos de déficit. Incluso, la inversión en vivienda podría comenzar a presentar tasas intertrimestrales positivas en 2012, mientras que la obra pública seguirá probablemente reduciéndose.

La aportación del **sector exterior** al crecimiento será algo mayor este año que en 2010, 1,4 puntos porcentuales, debido a un crecimiento esperado de las importaciones inferior al del pasado ejercicio. En 2012, el mayor pulso de la demanda nacional, cuya aportación al crecimiento volverá a ser positiva después de cuatro años en negativo, reducirá esta aportación a 0,8 pp.

El **empleo** se reducirá este año un 0,5 por 100. En la segunda mitad del año dejará de destruirse empleo y este volverá a crecer en términos intertrimestrales, aunque a un ritmo insuficiente como para reducir la tasa de paro, que aumentará hasta el 20,7 por 100 en media anual. La creación de puestos de trabajo en 2012 será muy modesta, un 0,4 por 100, por lo que apenas se reflejará en una reducción de la tasa de paro hasta el 20,5 por 100.

Gracias al moderado aumento de las remuneraciones por asalariado y al ascenso de la **productividad** (aunque menos intenso que en los dos años anteriores), los costes laborales por unidad producida seguirán evolucionando de forma favorable: —0,7 por 100 este año y 0,2 por 100 en 2012.

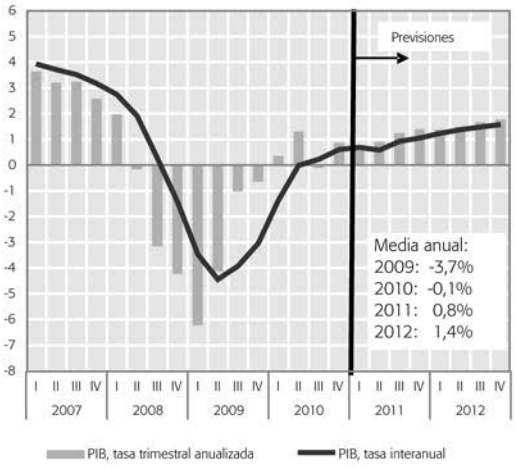
La tasa de **ahorro** privado se reducirá en 2011 y 2012, aunque ello será contrarrestado en parte por la mejora del ahorro público, que será menos negativo. Al mismo tiempo, la tasa de inversión nacional va a continuar a la

Gráfico 7

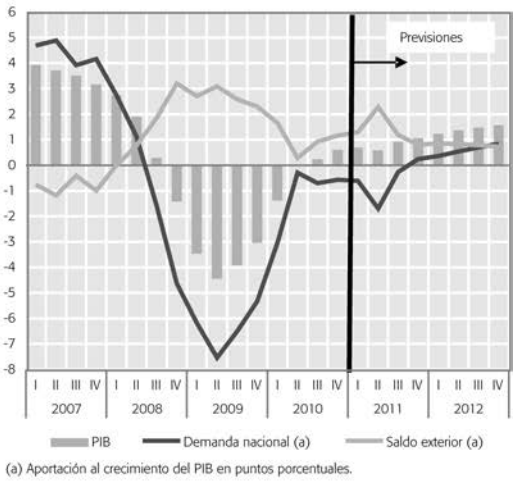
PREVISIONES FUNCAS PARA 2011-2012. PERFIL TRIMESTRAL

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

7.1 - PIB

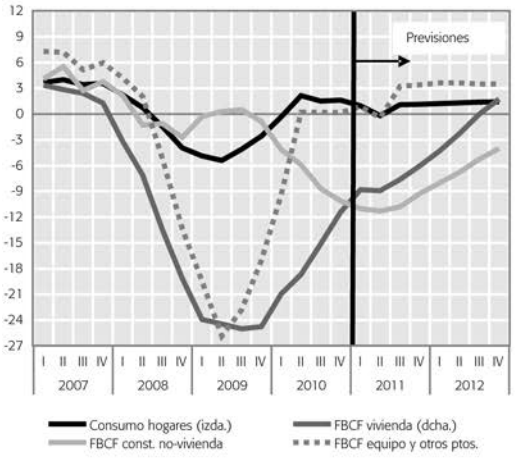


7.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

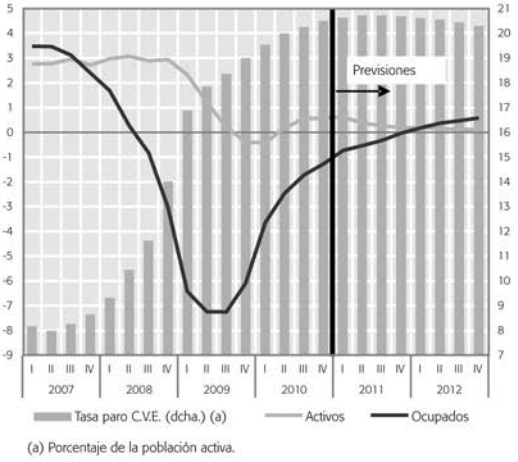


(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

7.3 - Agregados de la demanda nacional

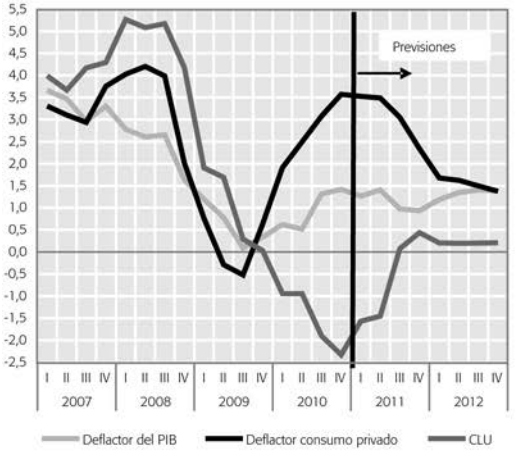


7.4 - Empleo y paro

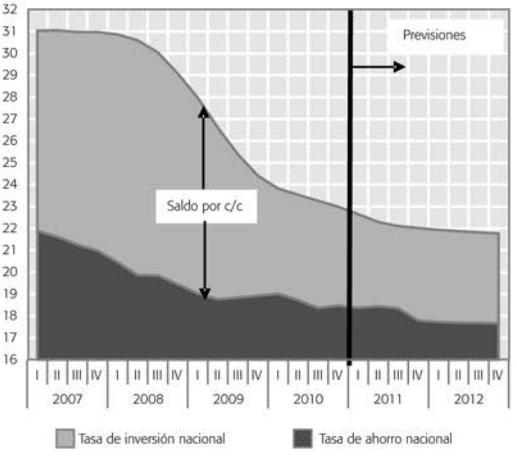


(a) Porcentaje de la población activa.

7.5 - Inflación



7.6 - Ahorro, inversión y déficit c/c (% PIB., MM4)



Fuentes: INE (CNTR) hasta 2009-IV; Previsiones FUNCAS posteriormente.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2011-2012 (FUNCAS)

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones FUNCAS		Variación de las previsiones (a)
	Media 1996-2007	*2009*	*2010*	*2011*	*2012*	*2011*
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	**3,7**	**-3,7**	**-0,1**	**0,8**	**1,4**	**0,0**
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-4,2	1,2	0,7	1,3	-0,3
Consumo final administraciones públicas	4,3	3,2	-0,7	-1,2	-1,2	-0,1
Formación bruta de capital fijo	6,2	-16,0	-7,6	-4,5	-0,5	-0,7
Equipo y otros productos	6,5	-21,4	-2,4	1,8	3,6	0,3
Construcción	9,3	-11,9	-11,1	-9,3	-4,1	-1,4
Construcción residencial	5,4	-24,5	-16,8	-7,9	-1,2	-0,6
Construcción no residencial	7,6	-0,1	-7,2	-10,2	-5,7	-2,0
Exportación bienes y servicios	6,7	-11,6	10,3	7,3	6,6	1,5
Importación bienes y servicios	9,3	-17,8	5,4	1,8	3,6	0,9
Demanda nacional (b)	**4,6**	**-6,4**	**-1,2**	**-0,6**	**0,6**	**-0,1**
Saldo exterior (b)	-0,8	2,7	1,0	1,4	0,8	0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	1053,9	1062,6	1083,4	1112,8	--
- % variación	7,4	-3,1	0,8	2,0	2,7	0,2
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,6	0,6	1,0	1,1	1,3	0,1
Deflactor del consumo de los hogares	**3,1**	**0,2**	**2,8**	**3,1**	**1,5**	**1,3**
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	-6,6	-2,4	-0,5	0,4	-0,1
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	3,1	2,3	1,4	1,0	0,2
Remuneración de los asalariados	7,2	-2,7	-1,5	0,3	1,7	-0,4
Excedente bruto de explotación	7,3	-0,5	0,2	3,7	3,9	2,5
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	4,1	0,7	0,7	1,2	-0,3
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	1,0	-1,5	-0,7	0,2	-0,5
Tasa de paro (EPA)	**11,9**	**18,0**	**20,1**	**20,7**	**20,5**	**0,3**
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,2	18,9	18,5	17,8	17,6	-0,4
- del cual, ahorro privado	18,9	24,1	22,8	20,4	19,2	0,3
Tasa de inversión nacional	26,6	24,4	23,0	22,0	21,7	0,1
- de la cual, inversión privada	23,1	20,0	19,3	19,1	19,3	0,5
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	**-4,4**	**-5,5**	**-4,5**	**-4,2**	**-4,1**	**-0,5**
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-5,1	-3,9	-3,7	-3,7	-0,5
- Sector privado	-2,5	6,0	5,4	2,8	1,2	-0,3
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-11,1	-9,2	-6,5	-4,9	-0,2
Deuda pública bruta	53,4	53,3	60,1	65,0	68,1	-4,5
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,2	18,1	13,1	11,5	10,6	-2,4
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,3	124,8	126,7 (p)	124,9	119,4	2,7
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,7	1,6	1,4	2,1	2,8	0,3
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,0	4,2	5,1	4,5	1,1
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	--	0,7	-8,0	0,8	0,2	1,3

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores (08-12-2010).
(b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.
Fuentes: 1996-2010: INE y BE. Previsiones 2011-12 y (p): FUNCAS.

baja, hasta un 22 por 100 del PIB en 2012, la más baja desde 1996, debido sobre todo al ajuste de la inversión pública. Como consecuencia de la evolución del ahorro y la inversión, y de las transferencias netas de capital, la **necesidad de financiación frente al resto del mundo** seguirá reduciéndose hasta un 3,7 por 100 en 2011, ratio que se mantendrá en 2012. El **déficit público** se reducirá hasta el 6,5 por 100 este año y el 4,9 por 100, el siguiente, con lo que la deuda pública se situará al final de este último año en un 68,1 por 100 del PIB.

La falsa ilusión de la austeridad. Un comentario

*Victorio Valle**

Los planteamientos económicos de Paul Krugman, en una línea cercana al neokeynesianismo, siempre han sido notablemente críticos respecto a las políticas de austeridad, tan generalmente aceptadas y asumidas en tiempo de crisis por gestores de la política económica de prácticamente todas las ideologías. No es que a Krugman le guste particularmente la existencia de déficit públicos abultados, lo que discute es la conveniencia de reducirlos drásticamente en situaciones económicas muy difíciles, con elevadas tasas de paro y con claros síntomas de insuficiencia de la demanda agregada en las diferentes economías. En definitiva, se trata de remarcar el hecho de que la consolidación del déficit público, que tiene el lado positivo de reconducir un desequilibrio indeseable de forma permanente, conlleva sin embargo un flanco negativo por su efecto depresivo sobre el crecimiento y el empleo.

Reconozco que los planteamientos de este insigne economista, Premio Nobel de Economía en 2008, me resultan atractivos a la vez que los miro con cautela tratando de desproveer su argumentación de los posibles efectos de su brillante capacidad dialéctica. Desde que la crisis se inició, vengo personalmente manteniendo que además de las necesarias reformas estructurales de nuestra economía, en una situación de atonía de la demanda interna y de una presencia exportadora encomiable, pero con cierto raquitismo constitutivo, el sector público no debería abdicar totalmente de una política presupuestaria con efectos estimulantes, aunque cuidando de eliminar, hasta el límite de lo posible, el desahorro público, que es el componente más perturbador.

En un reciente artículo publicado en El País bajo el título "La falsa ilusión de la austeridad" (Negocios 27 de marzo de 2011), Krugman afirma:

> " …….. reducir drásticamente el gasto cuando uno se enfrenta a un paro elevado es un error. Los defensores de la austeridad predecían que los recortes del gasto reportarían rápidamente dividendos en forma de aumento de la confianza y que habría pocos efectos adversos, o ninguno, para el crecimiento y el empleo; pero se equivocan"

La filosofía de Krugman se centra en la recomendación de ocuparse primero de la creación de empleo y combinar esta política con una estrategia a largo plazo de reducción del déficit.

A esta visión de los hechos, más que argumentaciones técnicas, se han opuesto razones pragmáticas: aunque la visión neokeynesiana fuera correcta, los mercados no tolerarían déficit públicos crecientes y el diferencial de intereses haría prácticamente inviable la financiación de un endeudamiento creciente. Pero, la experiencia de muchos países europeos y de Estados Unidos parece mostrar que la evolución de los tipos de interés en los mercados a los que acuden los países para financiarse no están en tan estricta conexión con el déficit y la deuda pública, sino con factores relacionados con el crecimiento económico. Como afirma Krugman:

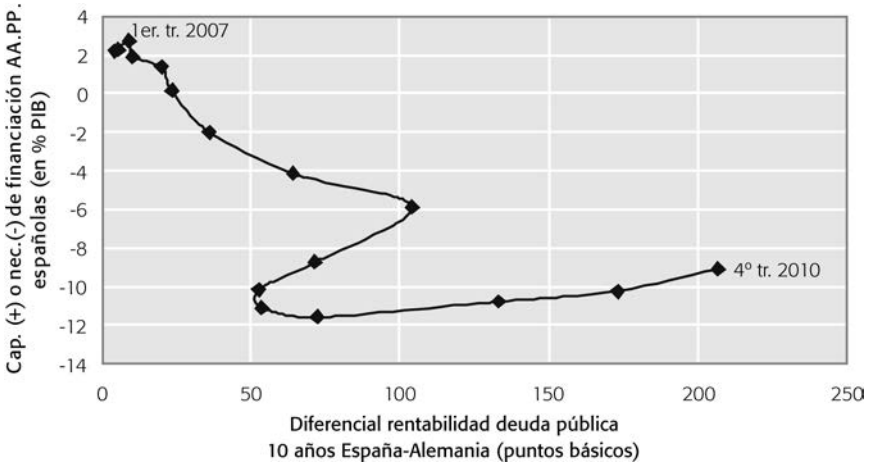
> "Pero la verdad es que los tipos no han fluctuado a causa de los temores sobre la deuda sino por la mayor o menor esperanza en la recuperación económica".

Me ha parecido que tendría cierto interés contrastar, aunque sea de manera informal, la situación de España en esta disyuntiva. Es decir, la evolución de los tipos de interés en los mercados ¿a que ha respondido con mayor intensidad? ¿A la evolución del déficit o del PIB? He tomado

* Director General de FUNCAS.

Gráfico 1

DIFERENCIAL DEUDA PÚBLICA ESPAÑA-ALEMANIA / DÉFICIT PÚBLICO ESPAÑA
(1er. tr. 2007- 4º tr. 2010)



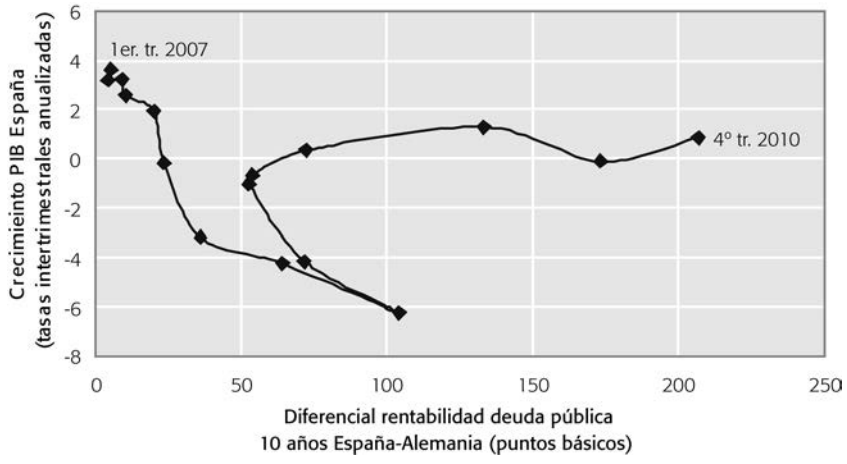
Fuente: MEH, INE.

el periodo crítico que va del primer trimestre de 2007 hasta el cuarto de 2010 (en total dieciséis trimestres).

El gráfico 1, toma en abscisas el diferencial de interés entre España y Alemania y, en ordenadas, el déficit de las administraciones públicas (en porcentaje del PIB). Entre el primer trimestre de 2007 y el primero de 2009, la relación entre déficit y diferencial de intereses es la esperada: a mayor déficit más diferencial. Sin embargo a lo largo de 2009 el déficit fue aumentando sustancialmente y sin embargo el diferencial de interés se fue reduciendo. Adicionalmente en 2010 las reducciones registradas en el déficit público han ido acompañadas sorprendentemente de un diferencial creciente en los tipos de interés.

Gráfico 2

DIFERENCIAL DEUDA PÚBLICA ESPAÑA-ALEMANIA / TASA CRECIMIENTO PIB ESPAÑA
(1er. tr. 2007- 4º tr. 2010)



Fuente: MEH, INE.

En este primer nivel de análisis gráfico no parece, en efecto, que la importancia relativa del desequilibrio público haya estado relacionado, con claridad y contundencia, con los diferenciales de interés España-Alemania.

Por otra parte, el gráfico 2 pone en relación el mismo diferencial de intereses que antes (en abscisas) con la tasa de crecimiento del PIB. La observación de la línea que conecta uno y otra, muestra una relación decreciente entre tasa de crecimiento y diferencial. Es decir cuanto menos crece la economía, o más decrece, el diferencial de interés se amplía. Esta relación básica se complementa con el comportamiento de los últimos seis trimestres, en que el práctico estancamiento económico, pese al resultado positivo aunque escaso de algunos trimestres, ha conllevado una evolución creciente del diferencial de intereses de la deuda.

El cuadro siguiente ordena los resultados más significativos.

Los datos anteriores parecen confirmar la idea de que el diferencial de interés entre la deuda pública española y el bono alemán responde más a la situación de crecimiento económico que a la evolución del déficit. Sin magnificar los resultados de este análisis empírico sencillo, creo que los gestores de la política económica deben integrar este ingrediente en su análisis y otorgar a la política de estímulo al crecimiento el lugar que le corresponde aunque la reducción del déficit y del desahorro público continúe inevitablemente en su agenda de trabajo.

DÉFICIT, CRECIMIENTO E INTERÉS

Periodo	Déficit	Crecimiento del PIB	Diferencial de interés
2007, 2008 y 2009 I	↑	↓	↑
2009 II y 2009 III	↑	↑	↓
2009 IV y 2010 I	↑	↑	↓
2010 II, III y IV	↓	=	↑

2010: El inicio de la consolidación presupuestaria en España

*Pablo Hernández de Cos**

1. Introducción

Las Administraciones Públicas en España cerraron el año 2009 con un déficit del 11,1 por 100 del PIB, lo que supuso un empeoramiento de la situación presupuestaria sin precedentes, de más de trece puntos respecto al superávit observado en 2007. De acuerdo con las estimaciones disponibles, una parte significativa del déficit público tenía, además, un carácter estructural, que no se corregiría de manera automática con la recuperación económica o mediante la reversión de las medidas de estímulo adoptadas durante la crisis.

El deterioro fiscal se convirtió en un riesgo para la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad de las finanzas públicas, dado el efecto sobre los tipos de interés de niveles elevados de déficit y ritmos crecientes de deuda pública, por lo que su reducción se convirtió en una necesidad urgente. Los desarrollos en los mercados financieros durante 2010, en particular en los de deuda soberana, desencadenados por la crisis de credibilidad fiscal griega e irlandesa no hicieron sino acelerar y anticipar la necesidad de ajuste, ante la propagación de las tensiones a los mercados de deuda de los países considerados más vulnerables.

En consecuencia, el desafío primordial de la política fiscal durante 2010 consistió en definir y aplicar un programa de consolidación que garantizara el restablecimiento de la estabilidad presupuestaria. Dada la magnitud del desequilibrio, el ajuste fiscal debía ser muy intenso y prolongado en el tiempo, de forma que su aplicación condicionará necesariamente el desarrollo de la política fiscal en los próximos años. En este contexto, este artículo repasa y valora la reacción de la política fiscal durante 2010 como respuesta a estos desafíos y extrae algunas conclusiones sobre cómo debe desarrollarse este proceso en los próximo años para que culmine con éxito. El resto de artículo se estructura de la forma siguiente: en el segundo apartado se describen las principales medidas adoptadas en el año 2010 en el marco del plan de consolidación; en el tercero se presentan y valoran los resultados de la ejecución presupuestaria en ese año. Finalmente, en el apartado cuarto se efectúan algunas consideraciones sobre el desarrollo futuro de la política fiscal.

2. Las medidas de consolidación fiscal aprobadas

En 2010 se inició el proceso de consolidación fiscal. Un proceso que comenzó con la aprobación en diciembre de 2009 de los Presupuestos Generales del Estado para 2010, que incluía varias medidas de ajuste, como la eliminación parcial de la deducción de 400 euros por rendimientos de trabajo introducida en 2008, el aumento de los tipos impositivos al ahorro y el incremento de los tipos del IVA. Además, los Presupuestos del Estado para 2010 incorporaron una cierta moderación del gasto, al igual que los Presupuestos de las comunidades autónomas (CC.AA.).

Con posterioridad, esta orientación restrictiva de la política fiscal se reafirmó con la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) publicada en enero de 2010, que estableció una senda de recorte gradual del déficit hasta el 3 por 100 del PIB en 2013. El recorte del déficit sería de 1,6 puntos del PIB en el año 2010 y de 2,3 puntos del PIB por

* Banco de España.

año entre 2011 y 2013, y sería esencialmente de carácter estructural, pues se fundamenta en los incrementos impositivos ya adoptados, pero, sobre todo, en los recortes del gasto público previstos en el propio programa. En términos estructurales, el ajuste era ligeramente más elevado en los dos primeros años del programa, con una reducción prevista del déficit estructural de alrededor de dos puntos de PIB en 2010 y en 2011, que se moderaría hasta un recorte anual del 1,5 por 100 del PIB en 2012 y 2013.

En concreto, la APE anunció una reducción adicional del gasto público en 2010 («Plan de Acción Inmediata») por valor de un 0,5 por 100 del PIB, que fue posteriormente aprobado y que incluía la reducción, sin excepciones, de la oferta de empleo público en 2010 al 10 por 100 de la tasa de reposición, así como la decisión de no realizar ninguna nueva contratación de personal interino. Asimismo, la APE incluyó un plan de austeridad para el período 2011-2013 y los acuerdos marco sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas con las CC.AA. y las corporaciones locales (CC.LL.), que deberían suponer una reducción del gasto público de 3,8 puntos del PIB en el horizonte de 2013. El recorte del gasto ente 2009 y 2013 se distribuiría entre la remuneración de asalariados (–1,9 por 100 del PIB), los consumos intermedios, las transferencias y los otros gastos (–1 por 100 del PIB), la inversión pública (–0,9 por 100 del PIB) y las subvenciones (–0,5 por 100 del PIB).

Como consecuencia de la crisis de deuda soberana europea, en mayo de 2010 el Gobierno español decidió, en coordinación con el resto de países europeos, acelerar el proceso de consolidación, con una anticipación mayor del ajuste a los años 2010 y 2011, aunque manteniendo el objetivo del alcanzar un déficit público del 3 por 100 del PIB en 2013, de modo que la senda de recorte del déficit quedó fijada en el 9,3 por 100 del PIB en 2010 (frente al 9,8 por 100 previsto inicialmente) y el 6 por 100 en 2011 (frente al 7,5 por 100 del PIB establecido como objetivo en la APE). En concreto, se decidió una disminución de los sueldos del personal de las Administraciones Públicas del 5 por 100 en 2010 y su congelación en 2011, la reducción de seis millardos de euros entre 2010 y 2011 en la inversión pública estatal, la suspensión en 2011 de la revalorización de las pensiones y la eliminación de la prestación por nacimiento a partir de 2011, entre otros.

Por su parte, los Presupuestos Generales del Estado para 2011 validaron las medidas anteriores e introdujeron recortes adicionales en otras partidas presupuestarias, así como ciertos aumentos impositivos como la subida en el tramo estatal de IRPF para rentas superiores a 120.000 euros y la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para rentas superiores a 24.170,2 euros. En el mismo sentido, los presupuestos de las CC.AA. para 2011 proyectaron una notable mejora en el saldo, hasta un –0,9 por 100 del PIB en 2011, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2010 (–1,7 por 100 del PIB), que surgiría de una ligera caída de los ingresos, mientras que los gastos registrarían una notable contracción, del –6,8 por 100 con respecto a lo presupuestado para 2010. Las caídas afectan a todos los capítulos, con excepción de los pagos por intereses. En el caso de la masa salarial, los presupuestos de las CC.AA. prevén una caída de los gastos de personal, en parte por la rebaja salarial aplicada a mediados del año 2010 y la congelación proyectada para el año 2011 y también por las posibles limitaciones a las reposiciones de las bajas de personal (obligación de no reponer más allá del 10 por 100 de las bajas de personal, como en el caso del Estado). Por otra parte, se proyectan también caídas en los gastos de compras y transferencias corrientes, capítulos muy ligados a las competencias de sanidad y educación. Asimismo, en línea con el año anterior, los gastos de capital son los que presentan mayores recortes en los presupuestos de las CC.AA., desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del –24,5 por 100) como las transferencias de capital (hasta una tasa del –16 por 100).

Finalmente, debe subrayarse que a finales de enero de 2011 el Gobierno presentó un anteproyecto de ley de reforma del sistema público de pensiones, cuyos principales elementos son el retraso de la edad de jubilación de 65 a 67 años, si bien aquellos trabajadores que hayan cotizado 38 años y seis meses podrán seguir jubilándose a los 65 años, el incremento progresivo del periodo de cálculo de la base reguladora de 15 a 25 años y la introducción de un factor de sostenibilidad a partir de 2027, según el cual se revisarán cada cinco años los parámetros fundamentales en función de las diferencias entre la evolución de la esperanza de vida a los 67 años de la población entre el año 2027 y en el año en que se efectúe la revisión. De acuerdo con las estimaciones oficiales disponibles, la aprobación de esta reforma supondría un paso importante para aliviar los efectos del envejecimiento de la población, que es el principal reto con el que se enfrentan las finanzas públicas en España en el largo plazo.

3. La ejecución presupuestaria en 2010

Los resultados provisionales de ejecución presupuestaria del conjunto de las AAPP en 2010 anticipan una mejora de una décima respecto al objetivo del 9,3 por 100 del PIB, lo que supone una reducción del déficit de casi dos puntos en ese año y confirman la efectividad de las medi-

Cuadro 1

CUENTA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

% del PIB

	2007	2008	2009	2010
Recursos totales de las AAPP	**41,1**	**31,7**	**34,7**	**35,7**
Imp. sobre la producción y las importaciones	11,7	9,9	8,7	10,1
Imp. corrientes sobre la renta y el patrimonio	12,9	10,8	9,6	9,4
Cotizaciones sociales	13,0	13,2	13,3	13,2
Otros ingresos y transferencias corrientes	3,0	3,0	3,1	3,1
Recursos de capital	0,5	0,2	-0,1	-0,0
Empleos totales de las AAPP	**39,2**	**41,3**	**45,8**	**45,0**
Prestaciones sociales (no en especie)	11,6	12,4	14,5	15,2
Subvenciones	1,1	1,1	1,1	1,1
Intereses efectivos pagados	1,6	1,6	1,8	1,9
Otras transferencias y pagos corrientes	1,5	1,6	1,9	1,7
Remuneración de asalariados	10,2	10,9	11,9	11,7
Otros gastos en consumo final (excl. Consm. Cap. Fijo)	7,7	8,2	8,8	8,5
Formación bruta capital	4,0	3,9	4,4	3,7
Transferencias y otros gastos de capital	1,4	1,5	1,5	1,2
Saldo de las AAPP	**1,9**	**-4,2**	**-11,1**	**-9,2**
Administración Central	1,1	-2,8	-9,3	-5,0
Seguridad Social	1,3	0,8	0,8	-0,2
Comunidades Autónomas	-0,2	-1,6	-2,0	-3,4
Corporaciones Locales	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6
Deuda pública	**36,1**	**39,8**	**53,3**	**60,1**

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

das adoptadas (véase cuadro 1). Sin embargo, el esfuerzo de ajuste y el grado de cumplimiento ha sido desigual entre las distintas administraciones. El Estado redujo el déficit en 4,3 pp (hasta el 5 por 100 del PIB), nueve décimas de PIB por debajo del objetivo inicial de déficit (5,9 por 100 del PIB). La posición fiscal de la Seguridad Social se deterioró en un 1 pp, alcanzando un déficit del 0,2 por 100, que contrasta con el superávit del 0,2 por 100 del PIB previsto inicialmente. Finalmente, las CC.AA. aumentaron su déficit en 1,4 pp, hasta el 3,4 por 100 del PIB, tres décimas por encima del objetivo, y las CC.LL. lo mantuvieron en el 0,6 por 100 del PIB.

En términos de su composición, la reducción del déficit del conjunto de las AAPP hasta el 9,2 por 100 del PIB fue el resultado de un aumento de un punto en la ratio de ingresos sobre PIB y de una caída de la ratio de gasto de ocho décimas (véase cuadro 1). La reducción del gasto se habría debido, sobre todo, al ajuste de la inversión pública, que se redujo en siete décimas de PIB, pero también de la remuneración de asalariados, los consumos intermedios y las otras transferencias corrientes y de capital. Las prestaciones sociales, sin embargo, aumentaron su peso en el PIB en siete décimas, como consecuencia del incremento de pensiones y las prestaciones por desempleo. Por el lado de los ingresos, el fuerte crecimiento observado en la imposición indirecta y, en particular, en la recaudación por IVA, compensó una peor evolución de la imposición directa y de las cotizaciones sociales.

De acuerdo con las estimaciones al uso, la mejora del déficit habría sido esencialmente estructural, dado que, de hecho, el déficit cíclico habría empeorado como consecuencia de que la brecha de producción continuó hacién-

Cuadro 2

DESCOMPOSICIÓN DEL SALDO PÚBLICO EN COMPONENTE CÍCLICO Y ESTRUCTURAL Y ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL

% del PIB anual salvo indicación en contrario

	2007	2008	2009	2010
Saldo de las AAPP	**1,9**	**-4,2**	**-11,1**	**-9,2**
Saldo primario de las AAPP	3,5	-2,6	-9,4	-7,3
Pagos de intereses de las AAPP	1,6	1,6	1,8	1,9
Tasa de variación del PIB real (%)	3,6	0,9	-3,7	-0,1
A. BRECHA DE PRODUCCIÓN (a)	3,9	2,3	-2,8	-3,6
Saldo cíclico (b)	1,7	1,0	-1,2	-1,5
Saldo ajustado del ciclo (c)	**0,2**	**-5,2**	**-9,9**	**-7,7**
Saldo primario ajustado de ciclo	1,8	-3,6	-8,1	-5,8
Variación del saldo extructural primario	**0,5**	**5,4**	**4,6**	**-2,4**

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.
a. Diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el potencial, en relación con el PIB observado.
Fuente: World Economic Outlook del FMI (Octubre 2010).
b. El impacto del ciclo sobre el saldo presupuestario se obtiene aplicando una elasticidad de 0,43 con respecto a la brecha de producción.
c. Saldo de las AAPP menos saldo cíclico.

dose más negativa (véase cuadro 2). De acuerdo con estas estimaciones, el déficit estructural se situaría alrededor del 8 por 100 a finales de 2010.

En cuanto a la deuda pública, esta se situó en el 60,1 por 100 del PIB en 2010, 6,9 puntos superior a la de un año antes y 24 puntos más elevada que la alcanzada en 2007 (véase cuadro 1). En todo caso, esta ratio de deuda sigue siendo significativamente más reducida que la correspondiente a la media de la UE.

4. El futuro de la consolidación fiscal

La reducción del déficit público observada durante 2010 supone el primer paso del necesario proceso de consolidación fiscal que deberá llevar a las finanzas públicas en España a una situación saneada. El hecho de que se hayan logrado los objetivos marcados inicialmente supone un avance en términos de ganancia de credibilidad del proceso, especialmente importante en un contexto como el actual de marcada preocupación de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países del área del euro. En el mismo sentido, las medidas aprobadas para el año 2011, aplicadas con rigor, deberían permitir una reducción adicional significativa del déficit público en este año, que, si se alcanzaran los objetivos, supondría concentrar entre 2010 y 2011 más del 70 por 100 del ajuste estructural planteado hasta 2013 para lograr un déficit público del 3 por 100 en dicho año. Mantener la credibilidad del proceso exige un cumplimiento estricto de los planes marcados, por lo que debe evitarse cualquier desviación en la ejecución presupuestaria respecto a los objetivos, que no deben quedar condicionados al crecimiento económico.

En todo caso, no debe olvidarse que, incluso sobre la base de un déficit público a finales de 2011 del 6 por 100 del PIB, el esfuerzo fiscal requerido en los próximos años seguirá siendo muy significativo, que, además, no podrá darse por finalizado tras alcanzar un déficit público del 3 por 100 en 2013 sino que deberá prolongarse con posterioridad con el fin de lograr el equilibrio presupuestario y retornar la deuda pública por debajo del 60 por 100 del PIB, tal y como exigen nuestros compromisos europeos. En este sentido, la Actualización del Programa de Estabilidad que se presentará en abril de 2011 deberá incluir los detalles de las medidas que permitirán alcanzar los objetivos más allá de 2011.

Para que este proceso de ajuste fiscal culmine con éxito y, dada la experiencia inicial de 2010, sería conveniente reforzar el marco presupuestario nacional, en línea

con las propuestas que se están desarrollando a nivel europeo para reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, en términos de su composición, la estrategia de ajuste debe seguir priorizando, como en 2011, el recorte estructural del gasto, en particular del improductivo, dado que, de acuerdo con la evidencia disponible, esta composición del ajuste es particularmente favorable, tanto para asegurar la permanencia de las medidas como para reducir sus costes macroeconómicos en el corto plazo.

Por último, debe enfatizarse que, dado el elevado grado de descentralización fiscal existente en nuestro país, el logro de la estabilidad presupuestaria está condicionado al concurso de las administraciones territoriales. En este sentido, a lo largo de 2010 se han adoptado algunas medidas tendentes a reforzar el cumplimiento de sus objetivos. En concreto, en junio el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprobó los criterios de aplicación por parte del Ministerio de Economía y Hacienda a la hora de autorizar operaciones de endeudamiento a las CC.AA. para el periodo 2010-2013. Este marco establece que el endeudamiento de las CC.AA. deberá ajustarse a la senda de reducción del déficit y no se autorizará ninguna operación que incremente el nivel de endeudamiento de una comunidad autónoma hasta que el CPFF no haya informado favorablemente de su plan de reequilibrio. La aplicación de estos criterios se efectuó por primera vez en noviembre de 2010 y se decidió que, atendiendo a su grado de cumplimiento, dos CC.AA., Murcia y Castilla La-Mancha, no podrán recibir autorizaciones correspondientes al segundo tramo de endeudamiento previsto, hasta que se acredite que se han adoptado estas medidas. Por otro lado, en diciembre de 2010 se publicaron por primera vez datos homogéneos de las CC.AA. relativos a la ejecución presupuestaria durante el año y se anunció que estos datos se publicarán trimestralmente, lo que supone un importante avance en términos de transparencia en comparación con la situación anterior. La aplicación estricta de estas medidas resulta ahora fundamental para mejorar el cumplimiento y el grado de control de las CC.AA. y, de esta forma, garantizar el éxito del proceso de consolidación fiscal.

Análisis sectorial de la competitividad exterior de la economía española: comparación internacional y tendencias recientes

M.ª Jesús Aguado Sánchez
Javier Sansa Torres
*M.ª Dolores Martín del Mazo**

1. Introducción[1]

El objetivo de este trabajo es identificar qué sectores exportadores están mejor posicionados para liderar el crecimiento de las exportaciones en la actual fase de recuperación de la economía española, y contribuir al actual e intenso debate sobre la forma de mejorar la competitividad, que se ha reavivado desde el Pacto por el Euro[2]. Para ello, se analiza la evolución de las cuotas mundiales de exportación de los principales grupos de bienes exportados, consideradas como un buen indicador *ex post* de la competitividad exterior, y se comparan con las relativas a los principales países desarrollados y emergentes.

El germen de este trabajo fue una ponencia que los autores presentaron en el grupo de trabajo de la empresa exportadora del Observatorio de la Internacionalización[3] del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, en representación del Ministerio de Economía y Hacienda. Las aportaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, responsable del Observatorio, y del Banco de España versaron sobre los principales rasgos de las empresas exportadoras de bienes y de servicios.

2. La evolución de las exportaciones españolas en la última década

En la última década, la estructura geográfica del comercio internacional ha experimentado una drástica transformación por el mayor protagonismo de los países emergentes en el comercio internacional, en particular de China, cuya cuota mundial ha pasado del 4 por 100 en 2000 al 10 por 100 en 2009. El gráfico 1 ilustra cómo se ha producido este cambio en los principales exportadores mundiales (Alemania, Estados Unidos y China) por categorías de productos. Alemania ha ampliado su cuota de mercado en todas las categorías, excepto en aceites y grasas, materias primas no combustibles y productos químicos; Estados Unidos la ha reducido en general, salvo en combustibles y otros productos manufacturados, y China ha intensificado su especialización en manufacturas. El gráfico también muestra las fortalezas y debilidades de la estructura de las exportaciones españolas, cuyo patrón está sesgado hacia los productos más inelásticos a la renta, situados en el lado derecho de la telaraña. Como consecuencia de esta orientación, las exportaciones españolas son más resistentes a las crisis que las de los países especializados en bienes con mayor elasticidad a la renta (su gráfico apunta hacia el lado izquierdo), pero se recuperan más despacio cuando llega la expansión.

Desde la introducción del euro, la mayoría de los indicadores de la competitividad-precio señalan una importante pérdida de competitividad de la economía española,

* Ministerio de Economía y Hacienda.

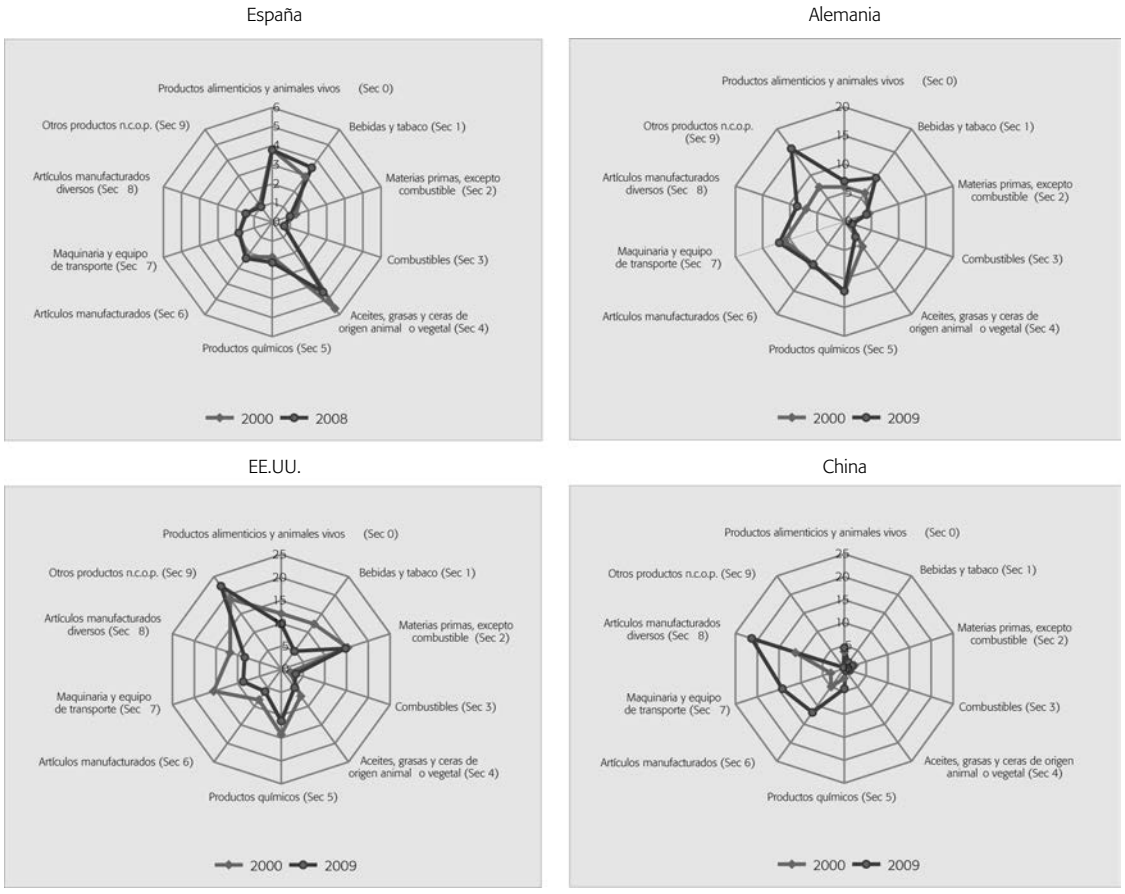
[1] Las opiniones, análisis y conclusiones expuestos en este artículo son de exclusiva responsabilidad de sus autores y, por tanto, no coinciden necesariamente con los del Ministerio de Economía y Hacienda. Los autores agradecen los comentarios al texto y la colaboración de Jesús Romero Fernández.

[2] Acuerdo de los países de la zona euro para reforzar la competitividad, al que se han sumado también Polonia, Rumania, Bulgaria, Letonia y Dinamarca. El Gobierno español aprobó la Creación de la Comisión Asesora de Competitividad en el Consejo de Ministros del 31 de marzo de 2011.

[3] Real Decreto 430 de 27 de marzo de 2009.

Gráfico 1

CUOTAS DEL MERCADO MUNDIAL
SECCIONES DE LA CLASIFICACIÓN UNIFORME PARA EL COMERCIO INTERNACIONAL



Fuente: OCDE.

de distinta magnitud dependiendo del tipo de precios o costes elegido, si bien la apreciación del tipo de cambio efectivo real se interrumpió a mediados de 2008. Los indicadores elaborados con costes laborales unitarios de manufacturas arrojan un retroceso del 13,7 por 100 frente a la zona euro y del 23 por 100 frente a la OCDE y los basados en los precios de exportación reflejan otro menor, un 5,5 por 100 frente a la zona y un 7,7 por 100 frente a la OCDE.

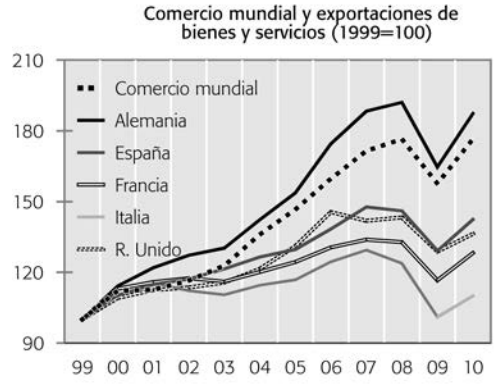
A pesar del deterioro de los indicadores de competitividad-precio y del creciente protagonismo de las economías emergentes en el comercio internacional, las cuotas mundiales de la exportación española muestran una evolución más favorable que la de nuestros principales socios comerciales, cuestión que ha sido analizada profusamente en las investigaciones sobre la competitividad exterior. No obstante, si se examina el comportamiento de las cuotas en términos reales y nominales, y a distintos niveles de desagregación (bienes y servicios, turismo y servicios no turísticos), las conclusiones pueden resultar algo diferentes.

En los últimos años, como ha ocurrido en la mayoría de las principales economías avanzadas, salvo Alemania, las exportaciones de bienes y servicios españolas han perdido peso en el comercio internacional. Aún así, durante la última década la pérdida de cuota en términos reales de las exportaciones españolas de bienes y servicios ha sido menor que la de Francia, Italia y Reino Unido (gráfico 2).

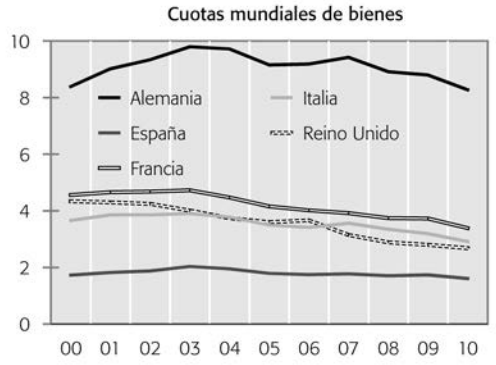
En lo que respecta a los bienes, las cuotas de todos estos países en términos nominales muestran una trayectoria descendente, por las razones apuntadas anteriormente, mientras que en servicios comerciales distintos del transporte y turismo, la cuota de España se ha orientado al alza y converge hacia las de Francia e Italia. En turismo, España continúa siendo una potencia mundial, aunque su cuota tiende a reducirse.

Gráfico 2

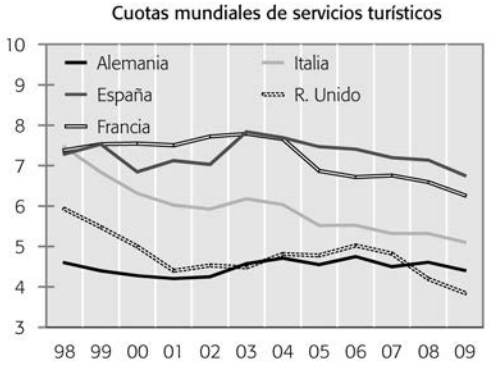
CUOTAS DE EXPORTACIÓN



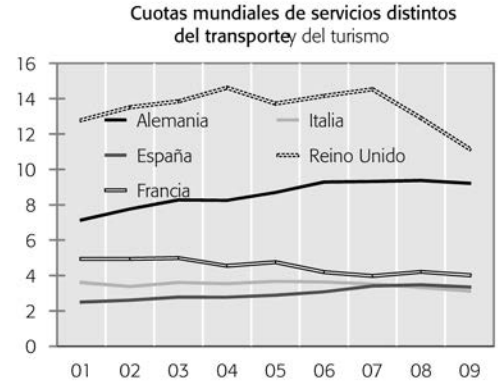
Fuente: FMI y Eurostat



Fuente: FMI y elaboración propia.



Fuente: OMC y elaboración propia.



Fuente: OMC y elaboración propia.

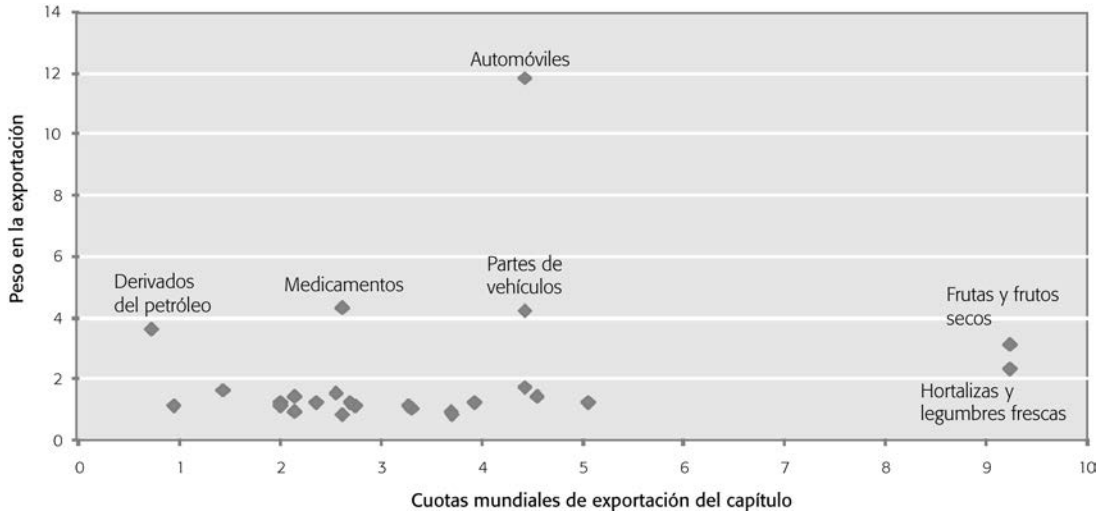
3. Análisis de la competitividad ex post de los principales grupos de exportación por cuotas de mercado

Las cuotas de exportación y los flujos de inversión directa se han utilizado tradicionalmente como indicadores *ex-post* de la competitividad, aunque cada vez tienen más limitaciones debido a la creciente fragmentación de la producción y de las inversiones mundiales inherentes al proceso de la globalización. Para realizar un seguimiento de las cuotas de exportación por productos, conviene descender, al menos, a nivel de capítulo en la Clasificación CUCI, aunque en algunos casos, como se verá más adelante, es una agregación demasiado amplia. Las categorías de productos que han analizado son: Carnes y preparados de carne (capítulo 01), Pescados (capítulo 03), Frutas y hortalizas (capítulo 05), Bebidas (capítulo 11), Aceites fijos de origen vegetal (capítulo 42), Productos medicinales y farmacéuticos (capítulo 54), Papel, cartón y edición (capítulo 64), Textiles (capítulo 65), Hierro y acero (capítulo 67), Maquinaria no eléctrica (capítulos 71, 72, 73 y 74), Automoción (grupos 781, 782, 783 y 784 y subgrupos 7132 y 7783), Confección (capítulo 84) y Calzado (capítulo 85). El grueso de la información referida a capítulos procede de la OCDE; también se han utilizado las estadísticas de la Organización Mundial del Comercio, que publica datos de comercio mundial desagregado en las categorías que se muestran en el cuadro 2, así como las bases de datos de Naciones Unidas, COMTRADE, que contienen información de las rúbricas básicas de la CUCI, y FAO para los productos agroalimentarios.

En el gráfico 3 se ha representado el peso de los principales grupos CUCI en la exportación total y la cuota mundial del capítulo al que pertenecen. Los grupos más importantes, por el peso en la exportación total, son: automóviles, derivados del petróleo, medicamentos, partes de vehículos, frutas y hortalizas. Por cuota, sobresalen fru-

Gráfico 3

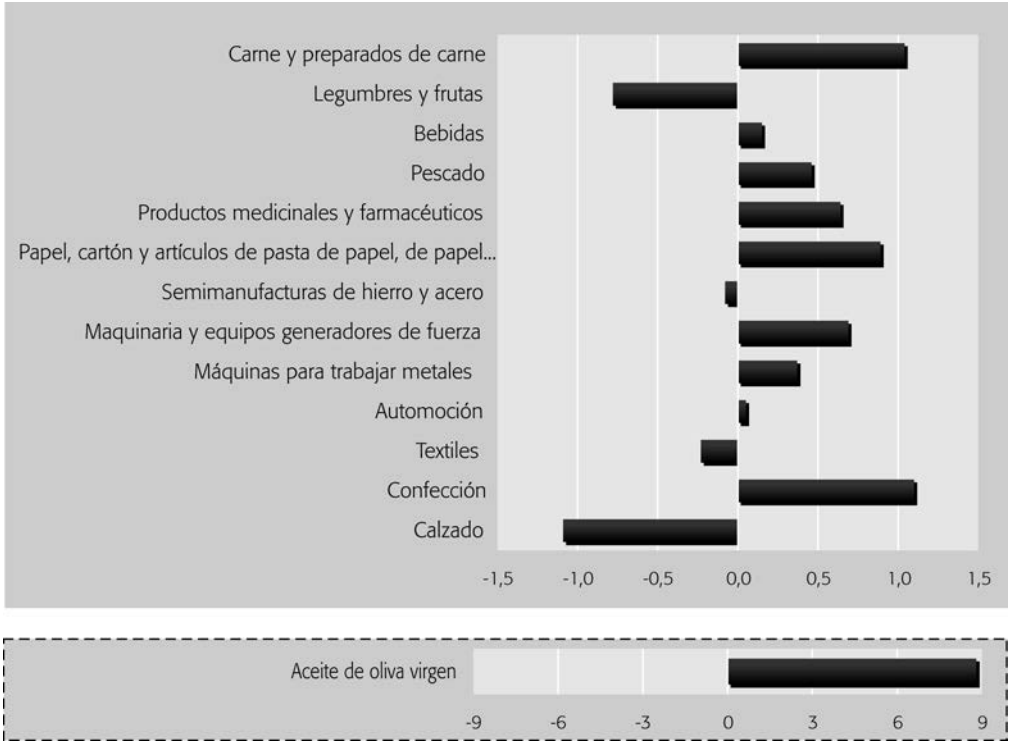
PRINCIPALES GRUPOS CUCI DE EXPORTACIÓN



Fuente: OCDE, MEH y elaboración propia

Gráfico 4

PÉRDIDA O GANANCIA DE CUOTA POR PRODUCTOS ESPAÑA (2000-2008/9)



Fuentes: OCDE, OMC, FAO y elaboración propia.

Cuadro 1

PRINCIPALES GRUPOS CUCI DE EXPORTACIÓN

(resultados detallados)

Productos	Grupo CUCI	Cuota mundial del capítulo	Peso en la exportación total	Tipo de tecnología	Cuotas de los países líderes por capítulo	Ganancia o mantenimiento de cuota por países 2000-2008/9
Automóviles	781	4,42	11,8	Media-alta	ALE (18,7), JAP (12,2) y EE.UU. (8,4)	ALE (1,3), **ESP (0)**, BRA (0,4), IND(0,5), RUS (0,1) y CHI (2,3)
Partes de vehículos	784	4,42	4,2	Media-alta	ALE (18,7), JAP (12,2) y EE.UU. (8,4)	ALE (1,3), **ESP (0)**, BRA (0,4), IND(0,5), RUS (0,1) y CHI (2,3)
Derivados del petróleo	334	0,72	3,6		RUS (10,6), EE.UU. (3,3) y R.U. (2,7)	ALE (0,1), ITA (0,1), **ESP (0)**, EE.UU. (1,5), JAP (0,5), BRA (0,7), RUS (4,3) e IND (1,5)
Medicamentos	542	2,61	4,3	Alta	ALE (14,8), EE.UU.(10,2) y FRA (7,9)	ALE (2,1), **ESP (0,7)**, IND (0,3) y CHIN (0,3)
Frutas y frutos secos	057	9,23	3,1		EE.UU. (10,2), **ESP** (9,2) y CHI (8,1)	ALE (0,4), JAP (0), RUS (0,1),IND (0,1) y CHI (3,2)
Hortalizas y legumbres frescas	054	9,23	2,3		EE.UU. (10,2), **ESP** (9,2) y CHI (8,1)	ALE (0,4), JAP (0), RUS (0,1),IND (0,1) y CHI (3,2)
Vehículos automotores de transporte	782	4,42	1,7	Media-alta	ALE (18,7), JAP (12,2) y EE.UU. (8,4)	ALE (1,3), **ESP (0)**, BRA (0,4) y CHI (2,3)
Barras y varillas de acero	676	2,55	1,5		JAP (8,7), ALE (8,3) y CHI (6,6)	ITA (0), **ESP (0,1)**, RUS (0,7), IND (1) y CHIN (3,2)
Aeronaves y equipo conexo	792	1,43	1,6	Alta	ALE (13,7), FRA (13,3),CHI (10,4)	ALE (2,1), FRA (1,4), JAP (1,3), IND (1,6) y CHIN (8,9)
Bebidas alcohólicas	112	4,54	1,4		FRA (18), R.U. (10,9) e ITA (9,1)	ALE (2,4), ITA (0,2), **ESP (0,2)**, EE.UU. (0,1), RUS (0,3) e IND (0,1)
Manufacturas de metales comunes	699	2,35	1,2		CHI (16,2), ALE (13,5) y EE.UU.(7,4)	ALE (1), **ESP (0)**, BRA (0,2), IND (0,3) y CHI (9,8)
Aceites fijos de origen vegetal	421	5,05	1,2		**ESP** (5,1), EE.UU. (3,9) y BRA (3,9)	BRA (1,3) y RUS (1)
Otras carnes y despojos comestibles	012	3,92	1,2		BRA (12,6), EE.UU. (11,7), y ALE (10,1)	ALE (4,6), **ESP (1)**, BRA (8,3) e IND (0,6)
Aparatos eléctricos	778	0,94	1,1	Alta (en parte)	CHI (14), EE.UU. (8,8) y ALE (8,5)	ALE (1,1), **ESP (0,1)**, BRA (0,1), RUS(0,1),IND (0,3) y CHI (10,2)
Aparatos eléctricos rotativos	716	2,14	1,4		ALE (14,1), EE.UU. (10,7) y JAP (8,6)	ALE (1,5), ITA (1,2), **ESP (0,7)**, BRA(0,4), RUS (0,2),IND (0,6) y CHI (5)
Prendas de punto	845	2,00	1,2		CHI (33,2), ITA (6,1) y ALE (5,1)	ALE (1,5), FRA (0,5), **ESP (1)**, IND (0,7) y CHIN (15,2)
Productos de perfumería	553	3,30	1,0		FRA (14,6), ALE (11,9) y EE.UU. (10,9)	ALE (0,8), **ESP (0)**, BRA (0,2),RUS (0,3), IND (0,4) y CHIN (1,7)
Papel y cartón, edición	641	2,74	1,1		ALE (15), EE.UU. (8,8) y CHI (5,3)	ALE (2,9), ITA (0,3), **ESP (0,9)**, BRA (0,2),RUS (0,2), IND (0,2) y CHIN (4)
Calzado	851	3,27	1,1		CHI (36,5), ITA (11,1) y ALE (4,4)	ALE (1,6), FRA (0,5), IND (0,8) y CHIN (13,6)
Materiales de construcción	662	2,69	1,2		CHI (10,4), IND (8,8) y EE.UU.(8,5)	ALE (0,5), BRA (0,1),RUS (0,8), IND (2,7) y CHIN (6,6)
Ropa para mujeres y niñas	842	2,00	1,1		CHI (33,2), ITA (6,1) y ALE (5,1)	ALE (1,5), FRA (0,5), **ESP (1)**, IND (0,7) y CHIN (15,2)
Motores de combustión interna	713	2,14	0,9	Media-alta	ALE (14,1), EE.UU. (10,7) y JAP (8,6)	ALE (1,5), FRA (0,4), ITA (1,2), **ESP (0,7)**, BRA(0,4), RUS (0,2), IND (0,6) y CHI (5)
Neumáticos	625	3,69	0,9		CHI (11), ALE (10,9) y JAP (8,7)	BRA (0,2), RUS (0,2), IND (0,5) y CHIN (7,7)
Productos medicinales	541	2,61	0,8	Alta	ALE (14,8), EE.UU.(10,2) y FRA (7,9)	ALE (2,1), **ESP (0,7)**, IND (0,3) y CHIN (0,3)
Pescados	034	3,70	0,8		CHI (12,0), EE.UU.(4,7) y ESP (3,7)	ALE (0,4), ITA(0,1), R.U.(0,1), **ESP (0,5)**, JAP (0,3), CHI (4,8) Y RUS (1,4)
Exportación total		**1,76**	**51,7**			

Fuente: OCDE, MEH y elaboración propia.

tas y hortalizas, a cuyo capítulo le corresponde una cuota mundial en torno al 9 por 100; a continuación se sitúan automóviles, automotores de transporte, partes y piezas de automóviles, aceites fijos de origen vegetal y bebidas alcohólicas, con cuotas comprendidas entre el 4 por 100 y 5 por 100.

Para este estudio comparativo, se han escogido siete países desarrollados, incluyendo a España (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Estados Unidos y Japón) y cuatro emergentes (Brasil, Rusia, India y China). El período analizado abarca los años 2000-2008 ó 2009, dependiendo de la disponibilidad de los datos. Los principales resultados se reflejan en el cuadro 1.

En general, los productos que han conseguido ganar o mantener cuota de mercado mundial en los últimos años, que se identifican con los más competitivos en el exterior, son (gráfico 4): agroalimentario (carne, pescado, aceites y grasas de origen vegetal[4]), química (productos medicinales y farmacéuticos), papel, cartón y edición, y maquinaria y confección. En confección, sector con un mayor valor añadido que el de productos textiles, España ha aumentado su cuota de mercado en un punto, mientras que ha retrocedido en textiles, como ha ocurrido en el resto de los países desarrollados al no poder competir en precios con China[5]. El sector del calzado, uno de los exportadores tradicionales, plantea más interrogantes a medio plazo, ya que otros países desarrollados han logrado mantener su presencia en el mercado pese a la importante penetración del calzado chino. En cuanto al sector de automoción, las conclusiones no son unívocas. En plena crisis económica, las fábricas españolas lograron recuperar cuota de mercado debido, en parte, a los planes de estímulo a la compra de automóviles de Europa, pero cabe preguntarse si esta tendencia positiva continuará tras la finalización de los incentivos en Europa, hacia donde se destinan el 80 por 100 de nuestras exportaciones. Por ello, la fabricación del coche eléctrico, que supone una significativa innovación de producto, debería ser un acicate para escalar posiciones. Por último, el futuro de las exportaciones de hierro y acero dependerá, fundamentalmente, de cómo evolucione el consumo de bienes duraderos y la inversión en equipo en Europa, y de la apertura de nuevos mercados en países emergentes.

4. Intensidad tecnológica de las exportaciones de bienes

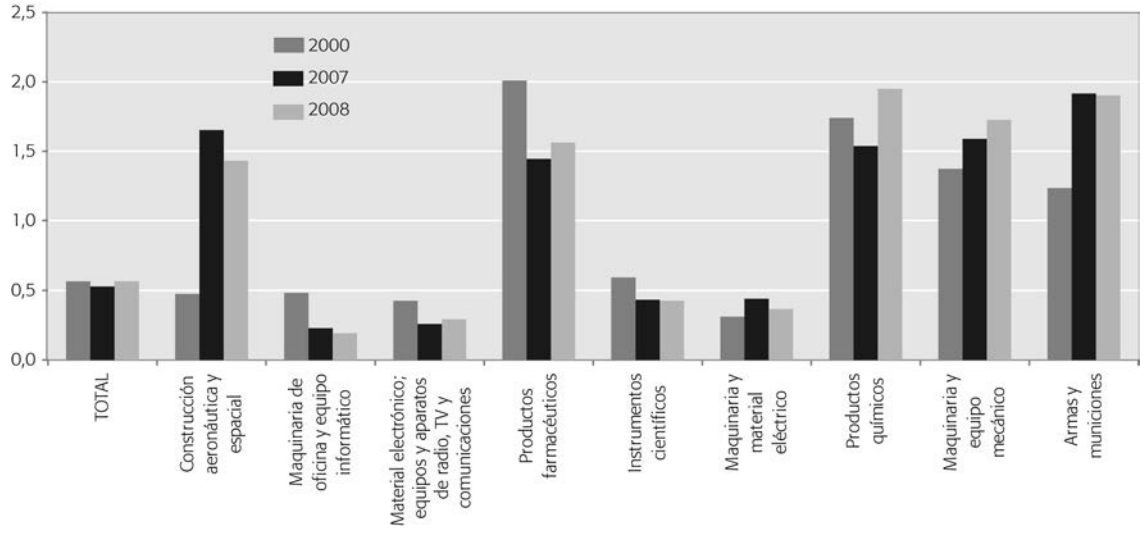
En 2008, las exportaciones españolas de productos de alta tecnología supusieron el 4 por 100 de las exportacio-

[4] En aceites y grasas de origen vegetal, se ha descendido en la clasificación CUCI hasta el nivel de rúbrica, ya que la categoría de capítulo era demasiado amplia.

[5] La cuota de mercado mundial de China en productos textiles ha aumentado 16 puntos en la última década.

Gráfico 5

CUOTA DE MERCADO DE LAS EXPORTACIONES DE PRODUCTOS DE ALTA TECNOLOGÍA



Fuente: Eurostat.

nes totales, porcentaje muy inferior al de nuestros principales socios comerciales y que ha ido disminuyendo progresivamente desde 2000. No obstante, la cuota de mercado mundial de España en este tipo de productos, un 0,57 por 100, no ha variado entre 2000 y 2008, aunque sí su composición (gráfico 5). Los productos con las cuotas más altas — química (2 por 100), armamento (1,9 por 100), maquinaria y equipo mecánico (1,7 por 100), construcción aeroespacial (1,4 por 100) y productos farmacéuticos (1,6 por 100), y — han sido precisamente, salvo farmacia, los que han mejorado su cuota. En el resto de los grupos — maquinaria de oficina y equipo informático (0,2 por 100); material electrónico, equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones (0,3 por 100) e Instrumentos científicos (0,4 por 100) — la cuota se ha reducido y ha aumentado en maquinaria y equipo eléctrico (0,4 por 100).

En los sectores de alta tecnología, la I+D juega un papel crucial para la mejora de la competitividad; en los de un contenido tecnológico medio o bajo, como el agroalimentario, las innovaciones en calidad de producto (denominaciones de origen, alimentos ecológicos y marcas de calidad), organizativas y de marketing (marca España, promoción exterior vinculada a la alta restauración) están comenzando a tener un impacto significativo. Conviene señalar que España es el primer exportador mundial de aceite de oliva virgen y ocupa el noveno puesto en el *ranking* mundial tanto en frutas y hortalizas como en pescado, crustáceos y moluscos. Además, el sector agroalimentario es uno de los sectores exportadores españoles más importantes y presenta superávit comercial desde mediados de los noventa. En confección, otro de los sectores con contenido tecnológico medio-bajo, el actual liderazgo de las multinacionales españolas de más éxito se ha basado en innovaciones en la logística.

5. El impacto de la crisis económica en el comercio mundial y en las exportaciones españolas

En el otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, el sistema financiero internacional bordeó el colapso, la economía mundial se adentró en la crisis más profunda desde la Segunda Guerra Mundial y el comercio mundial de bienes y servicios se desplomó. Los intercambios mundiales de bienes en volumen comenzaron a descender a finales de 2008, y en el primer trimestre de 2009 registraron la mayor caída desde 1960 (–16 por 100 en tasa intertrimestral sin anualizar); después se orientaron al alza, con alguna interrupción puntual, como la registrada a principios de 2010 por la crisis de la deuda griega.

En el conjunto de 2009, el comercio de mercancías, según la OMC, cayó un 12 por 100 en términos reales. Por productos, la categoría más afectada por la crisis fue la de manufacturas, con una caída real del 15 por 100, mientras que las más resistentes fueron agricultura, y combustibles y minerales, que descendieron un 3 por 100, y un 4,5 por 100 en volumen, respectivamente. En valor, las manufacturas disminuyeron un 20 por 100, registrándose los mayores retrocesos en las de hierro y acero (–45 por 100), sector muy vinculado a la inversión y al consumo duradero, y en automoción (–32 por 100). El único sector manufacturero que aumentó sus exportaciones fue el de productos medicinales y farmacéuticos (3 por 100), mientras que el resto de la química, recortó un 19 por 100. Las exportaciones de maquinaria cayeron un 23 por 100 y las de equipos informáticos y de telecomunicaciones, un 16 por 100. Por último, la confección descendió un 13,5 por 100 (cuadro 2).

En España, los productos que mejor sortearon la crisis fueron productos medicinales y farmacéuticos, y confección, con variaciones nominales del 4,5 por 100 y del –0,9 por 100, respectivamente. Las exportaciones de automoción descendieron un 20,9 por 100, menos que las mundiales, habiendo recuperado cuota de mercado tras el retroceso de 2008. Estos resultados muestran que las exportaciones españolas de bienes ganaron cuota de mercado en términos nominales y reales en plena crisis económica. Los tres sectores citados ganaron cuota nominal, la única categoría de productos donde se perdió cuota fue equipos de oficina y telecomunicaciones, y en el resto, se mantuvo.

En cuanto al comercio de servicios, que supone el 20 por 100 de los intercambios totales, su valor disminuyó un 12 por 100 en 2009. En suma, los flujos comerciales mundiales de bienes y servicios en volumen retrocedieron un 10,7 por 100 en 2009, después de haber aumentado un 2,9 por 100 en 2008; en este contexto, las exportaciones españolas de bienes y servicios descendieron un 11,6 por 100 en 2009, tras el retroceso del 1,1 por 100 en 2008.

6. Conclusiones

En el conjunto de 2010, el comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios fue muy favorable, con un crecimiento del 10,3 por 100. La cuota de las exportaciones españolas en el comercio mundial de bienes, en términos nominales, disminuyó una décima, hasta el 1,6 por 100, tras haber estado dos años consecutivos anclada en el 1,7 por 100, aunque esta pérdida fue menos acusada, de nuevo, que en nuestros principales socios comerciales. En cuanto a la competitividad-precio, los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2010 muestran un

Cuadro 2

IMPACTO DE LA CRISIS EN EL COMERCIO MUNDIAL Y EN LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR PRODUCTOS

(variación anual en porcentaje)

	Mundo		España			
	2009		*2009*		*2010*	
Producto	*Valor*	*Volumen*	*Valor* (1)	*Volumen* (2)	*Valor* (1)	*Volumen* (2)
Agricultura (0+1+2+4-27-28)	**-12,8**	**-3,0**	**-12,9**	**-3,8**	**8,1**	**11,3**
Alimentos (0+1+4+22)	**-11,2**		**-11,9**	**-3,1**	**6,9**	**8,2**
Carne y preparados (01)			-9,9		5,7	
Pescado (03)			-10,2		4,9	
Frutas y hortalizas (05)			-7,6		4,7	
Bebidas (11)			-17,8		8,1	
Aceites fijos de origen vegetal (42)			-25,8		15,2	
Combustibles y minería (3+27+28+68)	**-35,7**	**-4,5**	**-37,6**	**-19,0**	**31,7**	**18,0**
Manufacturas (5+6+7+8-68-891)	**-20,2**	**-15,5**	**-20,4**	**-11,1**	**9,9**	**14,4**
Química (5)	**-13,7**		**-13,4**	**-7,3**	**18,5**	**19,8**
Productos medicinales y farmacéuticos (54)	2,8		4,5		4,6	
Resto	-19,1		-21,6		27,0	
Hierro y acero (67)	-44,7		-44,7		30,7	
Maquinaria y equipo de transporte (7)	**-21,6**		**-21,1**	**-12,7**	**6,2**	**11,8**
Maquinaria (71+72+73+74+77-713-776-7783)	-23,0		-20,4		5,2	
Equipos de oficina y telecomunicaciones (75+76+776)	-15,9		-25,8		11,9	
Automoción (78+79+713+7783)	-32,0		-20,9		6,0	
Textiles (65)	-16,7		-16,7		5,1	
Confección (84)	-13,5		-0,9		3,4	
Calzado (85)			-11,6		4,4	
TOTAL	**-22,5**	**-12,0**	**-20,3**	**-9,8**	**11,8**	**14,5**
Comercio mundial bienes 2010 (CPB, enero 2011):	**20,1**	**15,0**				
Comercio mundial bienes 2010 (OMC, abril 2011):	**22,0**	**14,5**				

(1) Valor en dólares
(2) Volumen: agricultura (secciones 0, 1, 2 y 4), alimentos (secciones 0,1 y 4), combustibles (sección 3) y manufacturas (secciones 5,6,7 y 8).
Fuentes: OMC, Ministerio de Industria, Turismo y Comerio, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

recorte de los costes laborales relativos frente a la zona euro y la OCDE del 7,3 por 100 y del 10 por 100, respecto a los máximos alcanzados antes de la crisis.

En general, los productos que han mostrado una recuperación más sólida en 2010 coinciden, salvo alguna excepción, con los que han conseguido ganar o mantener cuota de mercado mundial en los últimos años. Como era de esperar, este estudio ha confirmado que los países emergentes han ganado cuota de mercado mundial en casi todos los sectores, sobre todo China, y también ha permitido identificar los países desarrollados que han mejorado su posición en los principales sectores exportadores españoles, lo que supone la información más relevante:

Alemania (presente en casi todos ellos), Italia (pescado, bebidas, papel, cartón y artículos de edición, hierro y acero y maquinaria), Francia (calzado y confección), Reino Unido (pescado), Estados Unidos (bebidas) y Japón (pescado).

En la actual fase de recuperación económica, las exportaciones han constituido un pilar fundamental en la reactivación de la industria y los servicios, compensando la atonía de la demanda interna. Según el FMI, el comercio mundial aumentará en torno al 7 por 100 en 2011 y 2012, cinco puntos porcentuales menos que en 2010, y el crecimiento de los mercados de exportación españoles, el principal determinante de las ventas exteriores, se moderará, afectado, en parte, por la finalización de los estímulos y los procesos de consolidación fiscal en las economías avanzadas. Por ello, la única vía para mantener nuestra cuota de mercado frente a los países desarrollados, que son, en definitiva, nuestros principales competidores, es seguir apostando por la innovación. Y también lo es frente las economías emergentes, porque intentar competir con ellas en precios es una estrategia condenada al fracaso.

Referencias

ANTRAS, P., SEGURA, R., y RODRÍGUEZ, D. (2010), "Firms in International Trade (with an Application to Spain)", ponencia presentada en el XXXV Simposio de Análisis Económico, en Madrid, organizado por la Asociación Española de Economía (mimeo).

FELIPE, J., y KUMAR, U. (2011), "Unit Labour Costs in the Eurozona: The Competitiveness Debate Again", Working Paper 651, Levy Economics Institute of Bard College, New York.

GOLDMAN SACHS (2011), "Euro-zone competitiveness: Prices is not all, quality also matters", *European Weekly Analyst*. Issue Nº11/02, January 13, 2011.

GONZÁLEZ SANZ, M. J., y RODRÍGUEZ CALOCA, A. (2010), "Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos", *Boletín Económico* de noviembre 2010, Banco de España.

INVEST IN SPAIN (2011), "La posición competitiva de España: indicadores y rankings de competitividad", *Boletín Económico de Información Comercial Española* nº 3.006, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

MÉNDEZ, R. *et al.* (2010), "Estrategias de innovación industrial y desarrollo económico en las ciudades intermedias de España", Fundación BBVA.

SANZ CAÑADA J., HERVÁS I., COQ D. y SÁNCHEZ ESCOBAR F. (2008). "Prioridades de investigación e innovación en el sector del aceite de oliva en España". Informe de la *Red de Cooperación Ciencia y Empresa del sector oleícola. OLIRED*, Madrid. http://hdl.handle.net/10261/11141.

Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Cámaras de Comercio e ICEX (2010), "La empresa exportadora española 2005-2008", Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Subdirección General de Análisis, Estrategia y Evaluación (2010), "Un estudio a nivel de empresa manufacturera de la competitividad exportadora en España", *Boletín Económico de Información Comercial Española* nº 3.000, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Entrevista a Fernando Casado, Director General del Consejo Empresarial para la Competitividad

Carlos Humanes

A) ¿Cuál es el principal objetivo del Consejo Empresarial para la Competitividad?

Creo que podría definirse como un *think tank* que suma compromisos y esfuerzos para aportar propuestas que mejoren la competitividad, ayuden a la recuperación económica y fortalezcan la confianza internacional en España.

B) ¿Existe alguna otra iniciativa similar en otros países de nuestro entorno?

Existen en el mundo iniciativas similares a esta, como el *Council on Competitiveness* o la *European Round Table of Industrialists*, que han probado su aportación al desarrollo de las economías.

C) ¿Cuál es el valor añadido que pretende aportar esta iniciativa teniendo en cuenta que la mayor parte de las compañías que lo configuran compite con éxito en los mercados internacionales?

El valor añadido fundamental de este Consejo Empresarial es el de aportar las experiencias de estas grandes multinacionales como *think tank* para la competitividad española, guiado por unos valores muy claros como son el compromiso, el consenso, la experiencia y el ámbito global.

D) ¿En qué medida se busca establecer referencias desde el punto de vista práctico para la proyección internacional de la imagen de España?

A base de desarrollar, acordar y comunicar internacionalmente la *equity story* de España, con entrevistas de primer nivel (incluyendo líderes políticos y empresariales, y los principales medios de comunicación) en los principales centros de decisión del mundo.

E) ¿Cómo se van hacer públicos los trabajos, las propuestas y las conclusiones de este Consejo empresarial?

Creando opinión para responder a las distintas situaciones y problemas socioeconómicos a los que se enfrenta el país, elaborando propuestas de actuación en los temas que puedan considerarse necesarios para un mejor funcionamiento económico, social y político, promoviendo un entorno favorable que potencie la competitividad y la excelencia de las empresas españolas y realizando análisis, estudios y documentos que sirvan como fundamento a las opiniones y propuestas que se realicen desde el Consejo Empresarial.

F) ¿Se pretende reforzar o complementar las actividades de las organizaciones públicas y privadas a cuyo cargo está el desarrollo de la promoción exterior de la economía española?

Se está realizando un estudio sobre la internacionalización de la empresa española dirigido especialmente a las PYME, en donde se contempla la posible contribución de estas grandes empresas para dar soporte a las actividades internacionales que puedan desarrollar este tipo de empresas.

G) En síntesis, ¿Cuál es el problema básico de las empresas españolas para ser competitivas?

La productividad y la dimensión son las problemáticas básicas que nos diferencian de otras empresas de otros países considerados como más competitivos.

H) ¿Por qué el núcleo de las empresas exportadoras españolas es tan limitado?

El desarrollo tan espectacular habido en nuestro país en los últimos años, debido fundamentalmente al crecimiento del sector inmobiliario favorecido por la incorporación al euro, la caída estructural de tipos de interés y el alza del precio de los activos, originó unos resultados muy positivos en la mayoría de las empresas que no propiciaron la búsqueda de mercados exteriores. Es ahora cuando se manifiesta esa necesidad como principal factor de crecimiento de nuestra economía.

I) ¿Algún otro comentario sobre esta iniciativa?

Quisiera resaltar que por primera vez las principales empresas del país han querido dar un paso adelante conjuntamente y aportar ideas y soluciones, basadas en la experiencia empresarial, a los problemas de la economía, con el compromiso personal y la ilusión de todos los miembros del Consejo, dispuestos a hacer de altavoz, dentro y fuera de España, del enorme potencial que tiene nuestro país.

Comentarios al Pacto del Euro

*Ferran Casadevall**

Introducción

En los últimos meses hemos asistido a una sucesión de anuncios y decisiones en la gobernanza económica europea. El Consejo Europeo de marzo supuso la culminación de este proceso, al adoptarse tres grandes grupos de medidas. En primer lugar, se aprobaron una serie de modificaciones, discutidas ya desde hace varios meses, al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como la instauración de un sistema de seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos intra-europeos. En segundo lugar, se tomaron decisiones respecto al Fondo de Rescate Europeo y a su futura versión permanente. En tercer y último lugar, y siendo el elemento de debate más reciente, se aprobó el llamado Pacto Euro Plus, que, a diferencia de los anteriores dos grupos de medidas, vincula sólo a algunos países.

En este último se va a centrar este trabajo. Primero se describirá el Pacto y sus principales contenidos. Después se responderá a la pregunta de si este acuerdo introduce alguna novedad en la política económica europea. En último lugar, se realizará un breve análisis en el tema de la competitividad y salarios, que es el elemento del Pacto que más debate ha generado.

El Pacto Euro Plus

El Pacto del Euro había sido acordado por los jefes de Estado y Gobierno de la Zona Euro con anterioridad, pero se presentó al Consejo Europeo para que a él se pudieran añadir, con carácter voluntario, países no euro. Finalmente, se sumaron Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumania, naciendo así el Pacto Euro Plus[1].

El Pacto busca establecer una mayor coordinación en la política económica de los países firmantes, con el objetivo de mejorar su competitividad y con ello, la convergencia, reduciendo en el camino los desequilibrios externos perniciosos. El Pacto exige a los participantes asumir anualmente compromisos concretos "más ambiciosos que los existentes" en cuatro áreas de política económica —competitividad, empleo, sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilidad financiera— áreas que se admite que son de competencia nacional y no comunitaria. Cada país decidirá qué compromisos adoptar en las cuatro áreas, aunque el texto incluye una serie de recomendaciones. Los compromisos y su seguimiento se realizarán al máximo nivel político (jefes de Estado), con carácter anual, utilizando unos indicadores concretos acordados en el Pacto. Los indicadores, no tanto las recomendaciones, tienen un alto nivel de concreción.

En el área de la competitividad, las medidas recomendadas son aquellas que refuercen la vinculación entre salarios y productividad (negociación colectiva, sistemas de indexación, salarios de empleados públicos, …) y aquellas que aumenten la productividad (liberalizaciones, educación, I+D+i, infraestructuras, entorno regulatorio, …). El indicador que se utilizará para evaluar el progreso en esta área son los costes laborales unitarios. Este es el tema que se analizará más en detalle en la tercera parte del artículo.

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

[1] http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf

En materia de empleo se recomiendan medidas de "flexiseguridad", formación continua y reducción de la fiscalidad del trabajo. Los indicadores serán las tasas de desempleo juvenil, de larga duración y de participación.

La sostenibilidad de las finanzas públicas tiene dos subáreas: pensiones y sanidad, y reglas fiscales nacionales. Para lo primero, se propone alinear el sistema de pensiones con la evolución demográfica y limitar las jubilaciones anticipadas. En reglas fiscales, los estados miembros del euro se comprometen a trasladar las reglas fiscales comunitarias a la legislación nacional. Para esta área se utilizarán los llamados indicadores de sostenibilidad (S1, S2).

En la última área, estabilidad financiera, los firmantes se obligan, entre otros compromisos, a disponer de una legislación nacional sobre rescates y ayudas al sector bancario. Los indicadores de seguimiento serán los endeudamientos de bancos, economías domésticas y empresas no financieras.

Finalmente, el texto afirma que se prestará especial atención a la coordinación en política impositiva (con una mención especial a la base impositiva del impuesto de sociedades) y que los países se comprometen a discutir sobre esta cuestión.

Una cuestión de visibilidad política

La primera lectura que se ha realizado del pacto es de carácter político. El Pacto ha sido originado por el deseo franco-alemán de exigir, otra vez, una contrapartida a cambio de flexibilizar o aumentar la dotación del Fondo de Rescate Europeo. Frente a la imposibilidad política y social de exigir recortes de gasto adicionales o nuevos aumentos impositivos a los países bajo presión de los mercados, y frente al riesgo de que estos recortes pudieran entorpecer la recuperación económica, el eje franco-alemán ha movido sus exigencias del ámbito fiscal al ámbito de las reformas estructurales. Así, la fuerza del Pacto se deriva de la necesidad de los instrumentos de rescate europeos, los cuales a su vez son necesarios mientras continúe la presión de los mercados financieros sobre la deuda soberana. Por lo tanto, es esta presión de los mercados de deuda la que en última instancia determinará si los países cumplen de modo ambicioso o no las recomendaciones del Pacto.

También se puede comentar el encaje del Pacto en la gobernanza económica europea existente. En dicha gobernanza abundan las estrategias, informes, acuerdos y recomendaciones. Tanto es así que cada uno de los cuatro elementos del Pacto ya era centro de alguna de las estrategias o acuerdos existentes: las Directrices Integradas y la Estrategia EU2020 (sucesora de la Estrategia de Lisboa) para el caso de competitividad y empleo, el Pacto de Estabilidad y las proyecciones de pensiones para las finanzas públicas, y los sucesivos acuerdos logrados para los temas financieros (creación de nuevas instituciones, *stress tests*, etc.). También debe recordarse el carácter sui géneris del lenguaje de los comunicados europeos, donde reinan las intenciones y grandes objetivos, expuestos de manera genérica y lo menos polémica posible, pero escasean las concreciones. Las propias recomendaciones del Pacto tienden a ser genéricas y no vinculantes. Por todo ello, es difícil asegurar que las disposiciones del Pacto tienen algo de nuevo en comparación con lo que ya existe en otros acuerdos y estrategias; todo dependerá de la voluntad política de los firmantes y, como se ha dicho, de la presión en los mercados de deuda. Además, los compromisos asumidos deberán ser incorporados, según proceda, en los informes nacionales de la Estrategia UE2020 o en los Programas de Estabilidad. Aunque ello busca evitar incoherencias, y la profusión de informes y listas de indicadores, el riesgo es que los compromisos no queden particularizados.

Sin embargo, el Pacto exhibe dos características propias. En primer lugar, una alta visibilidad política, pues ha sido adoptado al máximo nivel político y su seguimiento se realizará al máximo nivel político. Con ello, se persigue un mayor compromiso con el mismo y una mayor repercusión mediática. En segundo lugar, el Pacto tiene una temática variada (salarios, empleo, pensiones, sector financiero…) pero de la cual se extrae un foco sobre la recuperación de la competitividad, estabilidad y capacidad de financiación en el corto-medio plazo. Se ignoran aspectos tales como cambio climático, inclusión social, etc.

Pese a estas dos aportaciones, la conclusión es que cabe contemplar el Pacto Euro Plus más bien como un impulso político a la aceleración de una serie de reformas y compromisos que se iban a realizar igualmente en el marco de otras estrategias y seguimientos de la gobernanza europea. En los próximos meses (y particularmente, dentro de un año), se verá si el Pacto conserva su carácter y espacio propio, o si se diluye en el conglomerado de instrumentos de la política económica europea.

Competitividad y financiación

De las cuatro áreas de este acuerdo, la que ha protagonizado más debate y ocupa más espacio en el propio documento del Pacto es la de competitividad. Es por ello que en esta sección del artículo se estudiará esta cuestión en más detalle, exponiendo algunos datos y las reflexiones que éstos merecen.

Los objetivos del Pacto son la competitividad y la convergencia. Y el documento establece como indicador para seguir la competitividad los costes laborales unitarios (CLU). Esto muestra que, efectivamente, el Pacto quiere mejorar la competitividad y la convergencia nominal a medio plazo para reducir la necesidad de financiación exterior (en los países que la tienen) en tiempos de escasez de crédito y evitar inestabilidades financieras que afecten al conjunto de la zona euro.

El gráfico 1 recoge la evolución de los costes laborales unitarios nominales para los países que adoptaron el euro desde su nacimiento (más Grecia), separando el periodo 2000-2008 del 2008-2010. Todos los países llegaron a la crisis económica después de haber sufrido aumentos de los CLU. Sin embargo, hay grandes diferencias entre países, y estas diferencias son las que provocan divergencias en competitividad coste. Los países centrales son los que han registrado menores aumentos y, por lo tanto, mejoras relativas en la competitividad coste (Alemania, Austria o Francia). Destaca el caso de Alemania, con una aumento mínimo del 2 por 100 en sus costes laborales unitarios hasta 2008. Los países situados en la periferia de la zona euro (Irlanda, Grecia, España e Italia, por este orden) son los que muestran mayores pérdidas de competitividad. En 2009 y 2010, los CLU han crecido moderadamente, incluso se han reducido en Irlanda y en España, pero quedando lejos de recuperar lo perdido en los años anteriores.

La utilización de otros indicadores de competitividad precio, como los tipos de cambio efectivos reales (con precios de exportación o de producción), produce una agrupación muy similar de los países en términos de ganancias y pérdidas de competitividad (Comisión Europea, 2010).

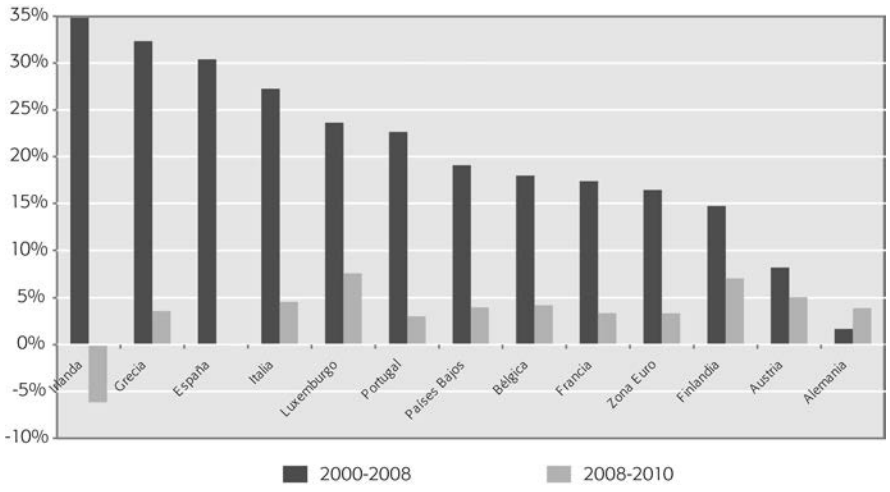
Ciertamente, la competitividad no sólo depende de los costes, sino también de factores reales. En su reciente estudio sobre los desequilibrios externos dentro de la zona euro, la Comisión Europea (2010) concluye que las diferencias observadas en la capacidad exportadora de los países euro no pueden ser explicadas sólo por competitividad precio. Por ejemplo, su estudio muestra que Irlanda ha sido de los países en aumentar más sus exportaciones, pese a su pérdida de competitividad coste. El gráfico 2 recoge la evolución de la cuota de exportaciones en el comercio mundial. Como se puede observar, aquellos países que más cuota han perdido no son aquellos con mayor pérdida de competitividad coste. España ha conseguido mantener en gran modo su cuota (1,6 por 100 en 2010) pese a su enorme pérdida de competitividad coste.

En todo caso, la relevancia del argumento de la cuota no está clara en el marco del Pacto del Euro. El mantenimiento de la competitividad a nivel internacional es compatible con una pérdida de competitividad interior, teniendo como consecuencia la aparición de fuertes necesidades de financiación con el exterior y la acumulación de endeudamiento con el resto de países, y esto es precisamente lo que quiere evitar el Pacto.

El gráfico 3 compara el nivel de endeudamiento exterior (activos exteriores netos en porcentaje del PIB) en 2008

Gráfico 1

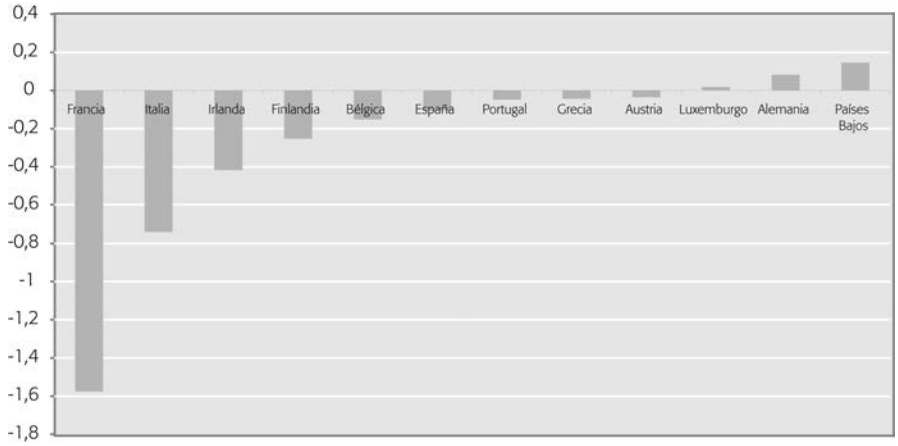
EVOLUCIÓN CLU



Fuente: AMECO. Elaboración propia.

Gráfico 2

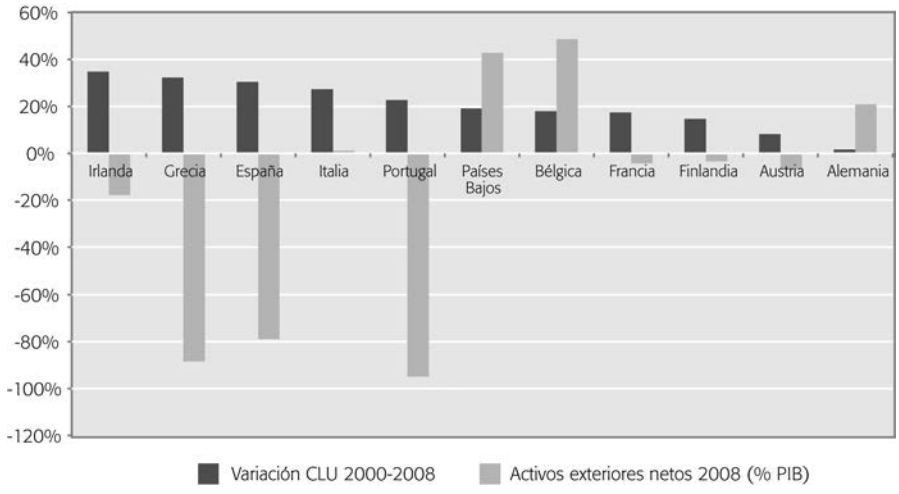
EVOLUCIÓN CUOTA DE EXPORTACIONES (VARIACIÓN 2000-2010)



Fuente: AMECO. Elaboración propia.

Gráfico 3

COMPETITIVIDAD COSTE Y ACTIVOS EXTRANJEROS NETOS



Fuente: AMECO y Comisión Europea. Elaboración propia. Datos de 2007 para Grecia y Finlandia.

con la pérdida de competitividad coste acumulada desde 2000 hasta 2008 (utilizando, como siempre, los CLU). Se observa, como era de esperar, que los países con mayor pérdida de competitividad coste tienen una clara posición deudora frente a la economía mundial, con la excepción de Italia. Los países con menor pérdida de competitividad tienen una posición equilibrada o inversora. En este sentido la elección de los CLU como indicador parece adecuada.

Salarios y productividad

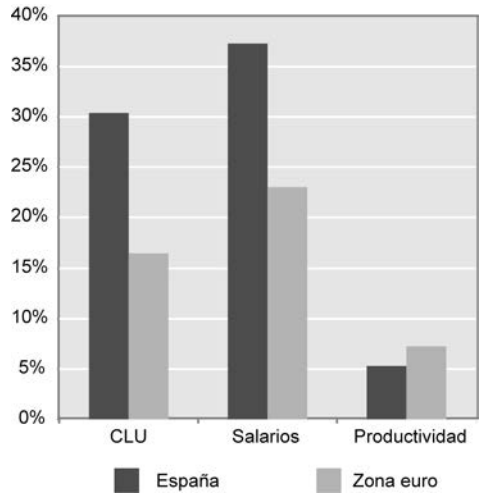
Para afrontar este problema de competitividad y de necesidad de financiación, el Pacto recomienda que los salarios evolucionen de acuerdo con la productividad; recomendación que ha generado encendidas respuestas. Si los dos componentes de los CLU varían al unísono, los CLU no aumentan.

Se puede comentar esta recomendación, utilizando por ejemplo el caso de España.

El gráfico 4 descompone la variación de los CLU para el periodo pre-crisis, en el cual vemos que el mayor crecimiento de los CLU en España que en la Zona euro fue debido tanto a un mayor crecimiento de los salarios como a un menor aumento de la productividad. En 2009 y 2010, como se ha comentado, España ve disminuir sus CLU mientras que la Zona Euro los sigue aumentando (gráfico 5). Ello se debe a un fuerte aumento de la productividad en nuestro país, que compensa el hecho de que los salarios siguen aumentando más que en la media euro. Por lo tanto, el cambio de tendencia en España se ha sustentado únicamente en un cambio en la evolución comparada de la productividad, mientras que no ha habido cambios en la evolución comparada de los salarios. Este análisis introduce dudas sobre la capacidad de reacción o adaptación del sistema español de fijación de salarios a la crisis económica y al alto nivel de desempleo.

Gráfico 4

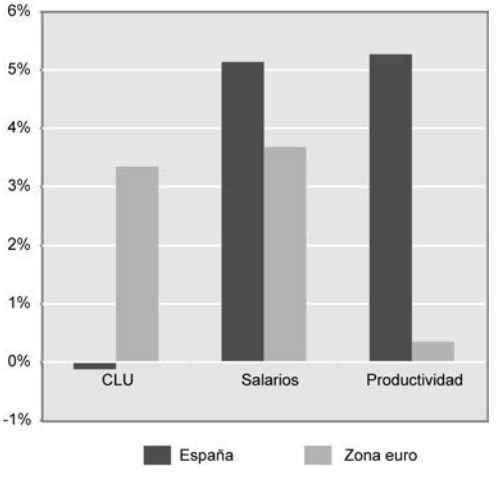
CLU Y SU DESCOMPOSICIÓN (2000-2008)



Fuente: AMECO. Elaboración propia.

Gráfico 5

CLU Y SU DESCOMPOSICIÓN (2008-2010)



Fuente: AMECO. Elaboración propia.

Los CLU nominales son los que determinan la competitividad respecto a otros países. Sin embargo, es importante hacer una mención a la evolución de los CLU reales. Tanto antes de la crisis como durante los dos últimos años, España ha mantenido una moderación salarial real muy fuerte, debido al diferencial de inflación, que sólo ha sido superada por la alemana. Los costes laborales unitarios reales españoles en 2010 fueron un 4 por 100 menores que en 2000, mientras que eran superiores en Irlanda, un 10 por 100 y en Grecia, un 2 por 100, y en Portugal estaban en el mismo nivel. Por lo tanto, sí ha habido una contención salarial (en términos reales). Como consecuencia, una potencial recomendación de contener los salarios de acuerdo con la productividad sería mucho más costosa social y políticamente. En aquellos países donde los CLU reales han disminuido, será mucho más difícil políticamente exigir nuevos recortes salariales. El Pacto del Euro debe ser sensible a este aspecto para ser realista y ambicioso a la vez. El corolario es que la política económica debe afrontar, en los casos como España, no sólo los costes laborales, sino sobre todo la productividad (de lo cual se hablará a continuación) y también el diferencial de inflación, que puede estar causado por otros aspectos como rigideces en los mercados de bienes o excesiva dependencia del petróleo. Sin embargo, en el Pacto no hay mención alguna al diferencial de inflación y a este tipo de políticas.

En cuanto a la productividad, sin embargo, el repunte de la misma en nuestro país podría deberse a un efecto composición, por el cual en la última década el peso anormalmente grande del sector de la construcción hizo bascular la productividad media hacia valores más bajos. Del mismo modo, la brusca recesión de este sector en los últimos años, así como una destrucción de empleo concentrada en los trabajadores menos productivos en general, está provocando actualmente un efecto composición contrario que empuja la productividad al alza rápidamente. Dicho de otro modo, la evolución de la productividad no refleja ganancias en la productividad de un trabajador dado medio a lo largo del tiempo, sino la salida de la población

ocupada de los trabajadores menos productivos. El carácter coyuntural de este fenómeno pone de relieve que la recuperación de competitividad coste de estos dos últimos años, sustentada exclusivamente en la productividad, puede haber sido efímera e incluso reversible.

Dada la potencial importancia de los efectos composición en la productividad, es importante que los salarios no sigan la evolución de la productividad a nivel nacional, sino los aumentos de productividad a nivel de la empresa (lo óptimo) o a nivel sectorial. Una consecuencia de este análisis es que cualquier reforma del sistema de fijación de salarios, para que sean más acordes con la productividad, debe ir en paralelo a una reforma del sistema de negociación salarial para que éste sea más descentralizado.

En definitiva, es necesaria una política económica que afronte los dos elementos de los costes laborales unitarios —aumentos sostenibles de la productividad y evolución salarial de acuerdo con la productividad—, una negociación descentralizada y una disminución del diferencial de inflación con la Zona euro debido a otras causas. Las tres primeras recomendaciones están contempladas en el Pacto y por ello les damos la bienvenida. La cuarta, desafortunadamente, no está incorporada.

Conclusión

El Pacto Euro Plus persigue mejorar la competitividad y convergencia en costes en algunos países del euro para reducir así sus necesidades de financiación. El acuerdo ha sido exigido por Francia y Alemania a cambio de posibles mejoras y aumentos del Fondo Europeo de Rescate. El Pacto aporta visibilidad política a una serie de recomendaciones que, sin embargo, ya están presentes en otras estrategias o acuerdos de la gobernanza europea; en los próximos encuentros del Consejo Europeo se irá confirmando si el Pacto Euro Plus conserva su espacio propio o si se diluye en los instrumentos de política económica ya existentes. La presión en los mercados de deuda será un factor determinante en este sentido. Sea cual sea el caso, la necesidad de aprobar este Pacto pone de relieve que el marco actual de coordinación económica en la zona euro ha sido insuficiente (de fondo o de forma) para hacer frente a los requerimientos de la crisis económica y fiscal.

La recomendación de ligar productividad y salarios es la que ha tenido más repercusión. El análisis realizado en este artículo sustenta y apoya esta recomendación, al concluir que muchos países del euro han sufrido enormes pérdidas de competitividad, generando con ello fuertes necesidades de financiación. Sin embargo, el traslado a salarios de aumentos recientes de la productividad en países como España puede ser inadecuado si estos aumentos responden únicamente a efectos composición. Además, el Pacto no debería ignorar fuentes del diferencial de inflación con respecto a la Zona euro diferentes de los salarios, pues éstas también han desempeñado un papel en las pérdidas de competitividad.

Bibliografía

Comisión Europea (2010), *Surveillance of intra-euro-Area competitiveness and imbalances*, European Economy 1/2010.

Breve nota sobre los efectos económicos de una salida del euro

*Álvaro Anchuelo Crego**

Es éste un asunto que ha aparecido con alguna frecuencia en el debate social tras el estallido de la crisis, pero del que raramente se examinan todas las implicaciones.

Los efectos más inmediatos de la salida serían claramente negativos, por el período de gran inestabilidad que inmediatamente seguiría. Habría dificultades para volver a adaptar los cajeros, la contabilidad, los sistemas informáticos, emitir las nuevas monedas y billetes, acostumbrar a los agentes a realizar los cálculos en la nueva unidad monetaria, etcétera. Es decir, los mismos costes de adaptación y aprendizaje que sufrimos al introducir el euro, pero esta vez sin el plazo de tres años de que se dispuso en aquella ocasión para asimilarlos.

No obstante, los anteriores no serían los problemas más preocupantes, pues cualquier señal del abandono desencadenaría con alta probabilidad una grave crisis bancaria. En efecto, habría retiradas masivas de fondos del sistema bancario y salidas de capitales del país. Sería la forma de evitar la conversión de los depósitos en euros a la nueva moneda, dadas las expectativas de que ésta pronto se depreciaría fuertemente. Frenar tal hemorragia requeriría imponer limitaciones a las retiradas bancarias, así como otros controles de capital. El escenario recordaría al de Argentina en 2002. Como el caso argentino mostró, esas medidas que restringiesen la retirada de los depósitos, unidas a la contracción del crédito por parte de los bancos en apuros, dificultarían el consumo y la inversión, con los consiguientes efectos contractivos sobre la producción y el empleo. En el caso de un país que saliese de la zona del euro, los controles de capitales interferirían también con la libre movilidad de éstos, que forma parte integrante del funcionamiento del Mercado Único. Esto (argumentos jurídicos al margen, que abajo se discutirán) pondría en cuestión la pertenencia del país que abandonase el euro a la propia Unión Europea.

La principal ventaja que suele citarse de tener una moneda propia consiste en que posibilita una devaluación o depreciación. Es cierto que, *ceteris paribus*, ello permitiría ganar competitividad internacional al país que utilizase esa moneda. La magnitud de la pérdida de valor inicial de la nueva moneda nacional respecto al euro cabría esperar que fuese considerable, en vista del deterioro de la competitividad que algunos países han acumulado frente a sus socios desde el nacimiento de la Unión Monetaria. Además, el mercado de divisas seguramente sobre-reaccionaría en un primer momento, reflejando no sólo la competitividad perdida sino también el escenario de incertidumbre abierto.

Suelen olvidarse, sin embargo, los efectos que tendría esa fuerte depreciación sobre la deuda externa del país que abandonase la moneda única, que en su mayor parte suele estar denominada en euros. Si se mantuviese su denominación en euros, esa deuda exterior aumentaría bruscamente en términos de la nueva moneda. Si, como el país que abandona el euro se sentirá tentado de hacer, se opta por reconvertir la deuda denominándola en la nueva moneda al tipo de cambio inicial, la depreciación posterior reduciría fuertemente su valor en euros. Esto equivaldría de hecho a un *default*. Como penalización, los mercados internacionales de capitales podrían cerrarse a las emisiones de ese país durante un tiempo.

Las propias ventajas iniciales de la depreciación en términos de mayor competitividad deberían ponerse en perspectiva. Recordemos lo aprendido cuando los países del

* Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Rey Juan Carlos.

sur de Europa todavía tenían sus propias monedas nacionales. Las ganancias de competitividad que lograban periódicamente a través de devaluaciones eran temporales y no solucionaban un problema que tiene raíces estructurales. Las propias devaluaciones y la menor disciplina monetaria terminaban provocando inflación, con lo que las ganancias transitorias de competitividad se iban disipando y se necesitaban nuevas devaluaciones.

Las expectativas de pérdida de valor futuro de la nueva moneda nacional, sumadas a las mayores primas de riesgo no cambiario, elevarían los tipos de interés, con las consiguientes repercusiones sobre la inversión y el crecimiento.

En resumen, pasados los primeros traumas de la reintroducción de una moneda propia (costes de adaptación, riesgo de crisis bancaria, controles de capital, fuerte depreciación inicial de la nueva moneda, *default* de hecho de la deuda en euros), se volvería a una situación como la vivida por los países periféricos del sur de Europa antes del euro (pérdida progresiva de valor de la moneda nacional, mayor inflación y altos tipos de interés), pero probablemente con un orden de magnitud agravado.

En el plano presupuestario el escenario más probable sería, de nuevo, la regresión empeorada al pasado. Contar otra vez con una autoridad monetaria propia, en un momento de dificultades para colocar nuevas emisiones de deuda pública en el exterior, multiplicaría las tentaciones de monetizar la deuda y relajar la disciplina presupuestaria. Mayores déficit públicos y la menor disciplina monetaria propia de tales prácticas (con sus consiguientes repercusiones inflacionistas) serían las probables consecuencias.

Pero ¿resulta legalmente posible abandonar el euro? ¿Puede un país ser expulsado por el resto de socios? Un interesante documento de trabajo del Banco Central Europeo[1] estudia exhaustivamente los aspectos jurídicos de estas cuestiones.

Antes de que se aprobase el Tratado de Lisboa, los tratados no contemplaban la retirada de un país miembro ni de la Unión Europea ni del euro. La integración europea se entendía como permanente, irreversible, de duración ilimitada y encaminada a una unión progresivamente más estrecha. Aún así, podría ser jurídicamente aceptable un abandono de la Unión Europea (que conllevaría también el abandono del euro por ser un subconjunto de la Unión) si se acordase por unanimidad, pues esto equivaldría a una modificación de los tratados firmados. Por el contrario, la retirada unilateral sería ilegal ya que, aunque los países sean soberanos, han limitado voluntariamente esa soberanía. No obstante, resultaría difícil evitarla en la práctica, al no existir ninguna forma de obligar a un país soberano a cumplir lo pactado.

Tal vez con el fin de reconocer esta realidad y estar jurídicamente preparados para un eventual abandono, de modo que sea lo menos caótico posible, el Tratado de Lisboa incorpora (en el artículo 50) una cláusula de salida. En ella se establece el mecanismo de separación voluntaria de un país miembro que desee abandonar la Unión Europea. Para cumplirlo debe, en primer lugar, informar de su intención al Consejo Europeo. Éste establecerá las líneas generales que permitan negociar un acuerdo de salida. El acuerdo lo aprobará el Consejo por mayoría cualificada (no por unanimidad) tras lograr el consentimiento del Parlamento Europeo. En el caso de no alcanzarse tal acuerdo, el país que desea salir podrá hacerlo unilateralmente, transcurridos dos años desde que informó de su voluntad.

El caso del abandono del euro no se trata explícitamente en la cláusula de salida y ha de considerarse especial. El derecho a retirarse de la Unión Monetaria parece, en principio, más discutible que el de abandonar la Unión sin formar parte de la moneda única. No sólo porque el euro se diseñase como irreversible, sino porque compartirlo implica la existencia de lazos más estrechos y difíciles de disolver (especialmente de forma unilateral). Entre muchas otras, se plantearían cuestiones tales como la necesidad de devolver al banco central nacional tanto su contribución al capital del Banco Central Europeo como las reservas internacionales que transfirió al Eurosistema. Sin embargo, la salida de la Unión Europea por el procedimiento establecido implicaría también forzosamente la salida del euro, pues éste es un subconjunto de aquella y no es posible permanecer en el euro sin ser miembro de la Unión. Lo que resultaría legalmente imposible (según el citado documento de trabajo) sería salir de la Unión Monetaria sin hacerlo asimismo de la Unión Europea, pues participar en la moneda única es una obligación legal de los miembros que, al romperse, obligaría al abandono total de la Unión.

Respecto a la posibilidad de que un socio sea expulsado por los demás del euro o de la Unión, no sería legalmente posible en ninguno de los dos casos. Los tratados no contemplan tal opción y modificarlos sólo es posible por unanimidad. Si un socio incumple sus obligaciones, ya hay otras penalizaciones previstas, que no incluyen la expulsión.

Volviendo a los aspectos puramente económicos, parece claro que una reintroducción de la moneda nacional haría pronto añorar el euro al país que siguiese ese ca-

[1] ATHANASSIOU, P. (2009): "Withdrawal and expulsion from de EU and EMU". *Legal Working Paper Series* nº 10, Banco Central Europeo.

mino. ¿Por qué, entonces, se plantea siquiera la cuestión? Sin duda porque la alternativa de permanecer dentro, aunque menos mala, no está tampoco exenta de problemas. En este caso, la principal dificultad reside en recuperar la competitividad internacional perdida sin la posibilidad de alterar el tipo de cambio frente a los principales socios comerciales, con los que se comparte una misma moneda.

La recuperación de la competitividad es necesaria para mejorar el saldo exterior por cuenta corriente y controlar el endeudamiento externo. Ayudaría a compensar la debilidad de la demanda interna (debida al endeudamiento privado y acentuada por la contracción a que ahora se ve abocada la política fiscal) con una mayor demanda exterior. Esto mejoraría la producción, el empleo y la situación de las finanzas públicas.

Ante la inexistencia de una moneda propia y la imposibilidad de alterar el tipo de cambio, una forma de ganar competitividad vía precios es mediante la "devaluación interna" o "desinflación competitiva". En esencia, consiste en que el alto desempleo y la debilidad de la economía vayan provocando una moderación salarial, que mejore los costes laborales relativos frente al exterior. Se trata de un proceso lento y penoso. En primer lugar, el desempleo debe repercutir en los salarios. La rigidez salarial que inducen los mecanismos de negociación colectiva y la falta general de flexibilidad del mercado de trabajo dificultarán esa transmisión. Además, en un contexto internacional de baja inflación y moderación salarial generalizada, puede no bastar con una congelación de los salarios nominales. La resistencia sindical, social, política e incluso psicológica a una reducción del salario nominal será mucho mayor. A continuación, esa moderación salarial ha de repercutirse en los precios. La falta de competencia en buena parte del sector servicios y en algunos mercados de bienes dificultará también este segundo paso.

Las rigideces tenderán a aumentar el tiempo y el nivel de desempleo necesarios para restaurar la competitividad mediante una devaluación interna. Retrasos añadidos ocurrirán desde que la competitividad aumente hasta que eso se traduzca en unas mayores exportaciones, así como hasta que la recuperación inicial vía sector exterior acabe provocando un aumento sostenido de la demanda interna de consumo e inversión.

Por otro lado, hay un rasgo importante de este escenario que suele obviarse. Una contracción nominal del PIB en ese entorno recesivo-deflacionario provocaría el aumento (presente y esperado) del peso relativo del endeudamiento. Existe un dramático ejemplo cercano de este efecto. Durante 2009 las familias españolas realizaron un esfuerzo de ajuste importante, con una tasa de ahorro record del 18´8 por 100 que les permitió reducir su deuda nominal en 6.300 millones de euros. No obstante, la mayor caída de la producción nominal hizo que la deuda de los hogares creciese en términos del PIB, desde el 83´9 por 100 hasta el 86´2 por 100.

Todo sería más fácil si se pudiese mejorar la competitividad aumentando la productividad del trabajo, lo que disminuye el coste laboral real por unidad de producto sin necesidad de reducir el salario real. El aumento sostenido de la productividad mejoraría las expectativas de crecimiento a largo plazo, al ser su determinante principal, lo que haría más manejable el problema del endeudamiento. Iría asimismo ligado a una mejora de las expectativas de beneficio, que facilitaría reanimar la inversión privada.

Aún más deseable sería aumentar la competitividad no sólo vía costes, sino mediante la calidad y diferenciación de los productos. En productos de bajo contenido tecnológico, siempre será difícil competir con los países emergentes en términos de moderación salarial y la posibilidad de lograr mayores productividades es limitada.

También facilitaría a los países con problemas realizar los ajustes dentro del euro, el que se estableciesen mecanismos de renegociación ordenada de la deuda pública, similares a los que ya existen para las deudas privadas.

En el momento actual, para hacer frente a las crisis de deuda soberana dentro de la Unión Monetaria, está operando la EFSF (*European Financial Stability Facility*). Se trata de un fondo no permanente de 750 mil millones (440 mil aportados por los países de la eurozona en proporción a su participación en el capital de BCE, 250 mil aportados por el FMI y el resto por el presupuesto de la UE).

Los préstamos del EFSF sólo sirven para ganar tiempo. Al final, hay que seguir repagando las deudas, sea a los prestamista privados o a estos nuevos prestamistas que intervienen cuando los mercados no están dispuestos a seguir prestando con condiciones asumibles. Incluso se ha cargado a los países rescatados un interés relativamente alto por los préstamos del EFSF, aunque inferior al del mercado. Por ello, la ayuda financiera tiene que ir unida a condiciones para poner en marcha severas medidas de ajuste, reduciendo el gasto público, subiendo los impuestos y aplicando reformas estructurales. Las propone la Comisión, con el asesoramiento del FMI y el BCE, y las tiene que aprobar el eurogrupo. No obstante, existe un límite a la tolerancia social al ajuste. Además, a corto plazo el propio ajuste perjudica a la demanda agregada y, por tanto, a la producción, el empleo y la recaudación impositiva.

En el caso griego, con una deuda pública del 120 por 100 del PIB, que puede llegar al 150 por 100 en 2013 in-

cluso con el ajuste, y un déficit público del 13 por 100, es prácticamente imposible que las deudas puedan ser repagadas, ni siquiera aplicando fielmente los ajustes propuestos; en el caso irlandés, con un déficit público del 32 por 100 del PIB y una deuda soberana camino del 100 por 100 del PIB, es también difícil, a menos que el nuevo Gobierno revise las garantías ilimitadas concedidas a la banca.

Suponiendo que estos países no puedan hacer frente a sus compromisos, una opción consistiría en que otros colaborasen con ellos para realizar los pagos. Es lo que sucedería en una Unión Económica con una política fiscal común. Un paso limitado en esa dirección podría ser la propuesta de emitir bonos de deuda pública con el respaldo conjunto de los gobiernos de toda la zona del euro. Esto permitiría a los gobiernos con problemas volver a financiarse en los mercados a un tipo de interés más bajo. Alemania y Francia se han opuesto a esa iniciativa, por miedo al rechazo que en sus contribuyentes puede provocar el riesgo de terminar pagando ellos parte de las deudas públicas de otros países.

Si la estrategia consiste en que cada cual acabe pagando sus deudas y, como mucho, dar más tiempo para realizar los ajustes, en aquellos casos en los que éstos son imposibles, la única duda reside en cuándo se producirán los impagos y qué acreedores acabarán sufriéndolos. Actualmente, serían el resto de gobiernos europeos que hayan hecho préstamos a través del Fondo, pues se descartan las pérdidas de los tenedores privados de títulos soberanos. Esto se debe en parte a que esos títulos están mayoritariamente denominados en euros y en manos de instituciones financieras de otros países de la UME.

La reforma del Fondo y su conversión (cuando termine su vigencia, el 30 de junio de 2013) en una facilidad permanente, renombrada *European Stability Mechanism* —ESM— busca resolver mejor esos problemas futuros. Los préstamos del nuevo Mecanismo tendrán prioridad, a la hora de ser repagados, sobre la deuda soberana en manos privadas. Es decir, que los gobiernos no serán los primeros que sufran los impagos, sino los acreedores privados.

Para racionalizar y ordenar esos posibles impagos, se quiere que las emisiones de deuda pública posteriores a esa fecha incluyan Cláusulas de Acción Colectiva. Se trata de cláusulas que permiten que, si una mayoría reforzada de acreedores acepta un acuerdo de reestructuración de la deuda (alargando los plazos de devolución, reduciendo el interés o renunciando a parte del principal), éste resulte vinculante para todos, sin que pueda ser bloqueado por una minoría que no lo acepte.

Consecuencias jurídicas para un Estado de la Unión Europea del abandono del euro

*Fernando de la Hucha Celador**

Frente a los estudios económicos, más o menos exegéticos, sobre la conveniencia o no de la pertenencia a la zona euro, y sobre las ventajas e inconvenientes de la meritada pertenencia, son muy escasos los comentarios (no tiene mayores pretensiones esta colaboración) sobre las consecuencias jurídicas, que lógicamente, llevan abocadas consecuencias económicas.

Por otro lado, hay que partir de la idea de que el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, tras el Tratado de Lisboa, no es muy explícito en este punto, ya que parte de la idea de que, cumpliendo una serie de objetivos, todos los países adoptarán el euro como moneda común. En los momentos actuales, de los 27 países que conforman la Unión Europea, 17 han adoptado el euro como moneda y 10 no están integrados en la zona euro. De entre estos últimos, habría que subdistinguir entre aquellos cuya no integración se debe al hecho de no cumplir los requisitos exigidos por los tratados y aquellos otros que, voluntariamente y pese a cumplir los requisitos, optaron en su momento por mantener su moneda nacional, destacando entre otros, países tan relevantes como el Reino Unido, Dinamarca y Suecia.

El Tratado de Funcionamiento hace una distinción entre países que forman parte de la zona euro y países que no cumplen las condiciones para integrar la zona euro (arts. 139 y ss. del Tratado de Funcionamiento); junto a ello del Tratado se desprendería una segunda distinción entre países que por voluntad propia quieran abandonar el euro como moneda y países que por incumplir sistemáticamente las condiciones deberían, previo acuerdo de las instituciones comunitarias competentes, abandonar el euro. En la segunda de estas cuestiones, resulta claro que el Tratado de Lisboa y el Tratado de Funcionamiento se han limitado a establecer recomendaciones (con la fuerza jurídica que una norma de tal rango tiene en la jerarquía de fuentes comunitarias), cuyo incumplimiento por parte de los estados miembros tienen una sanción benévola, traducible en medidas tales como multas coercitivas, restricción del crédito del Banco Europeo de Inversiones, etc. Hasta tal punto son débiles las medidas coercitivas que el Estado incumplidor que, a su vez, normalmente tendrá problemas de colocación de su deuda pública, puede acudir al denominado "Fondo de Rescate" o someterse a los planes de ajuste del Fondo Monetario Internacional o combinar ambas medidas.

Ejemplos del pasado y del presente han demostrado que estados incumplidores de los requisitos para, en su momento, adoptar el euro como moneda (fundamentalmente los límites del 3 por 100 de déficit público y de la ratio 60 por 100 deuda/PIB) siguen perteneciendo al euro y no nos referimos a países menores, sino a Francia, Alemania o Italia, por ejemplo.

Pero una cosa es la expulsión de la zona euro y otra la exclusión por voluntad propia, supuesto este último que ningún país ha planteado, salvo amenazas veladas o explícitas que no han ido a mayores, es decir, que no se han planteado formalmente.

Evidentemente, una primera conclusión es obvia; la normativa comunitaria no obliga a ningún país a adoptar el euro como moneda ni puede —aun cumpliendo los requisitos— obligarle a permanecer en la zona euro si ya pertenece a la misma. Otra cosa, *de lege ferenda*, como hemos

* Catedrático de Derecho Financiero y Tributario. Universidad Pública de Navarra.

dicho es la aspiración de la normativa comunitaria de que en un horizonte a medio plazo los 27 estados adopten como moneda el euro.

Conclusión que implicaría la readopción de la moneda nacional, la devolución, con matices, de la política monetaria al banco central del país correspondiente y la determinación del tipo de cambio de la nueva moneda con el euro. Este proceso, además de costosísimo, sería largo en el tiempo y conllevaría dos consecuencias primarias: a) por un lado, la redenominación de todos los contratos privados; b) un encarecimiento del coste de las transacciones financieras con los países de la zona euro.

Algunos economistas piensan que, además, es menester redenominar la deuda del Estado en cuestión, pero creemos que esta conclusión dependerá de la regulación estatal correspondiente. Simplemente, y en términos jurídicos, no pasaría nada con la deuda pública emitida en euros y con la emitida en la nueva moneda, si bien hay que tener en cuenta que habría un inconveniente económico fácilmente perceptible: a elementos tales como el diferencial con el *bund* alemán habría que añadir el incremento del coste derivado del riesgo del tipo de cambio, de tal manera que no es difícil pronosticar unas mayores dificultades en el acceso a los mercados mayoristas y una elevación del tipo de interés de la deuda pública afectada.

Pero volviendo a los aspectos jurídicos, creo que la salida del euro implicaría para un Estado que, no obstante, sigue formando parte de la Unión Europea (salvo que se pactase con el Consejo y las instituciones comunitarias implicadas una separación *ad hoc*) las consecuencias derivadas del art. 139 del Tratado de Funcionamiento en lo que se refiere a la inaplicación de los tratados a los estados miembros acogidos a una excepción y que son las siguientes:

a) Inaplicación de las orientaciones generales sobre política económica que afecten a países de la zona euro.

b) Inaplicación de medios estrictos para controlar los déficit excesivos.

c) Inaplicación de los objetivos y funciones del SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales).

d) Inaplicación de los actos del BCE, lo que de facto supondría la salida del mismo del Estado miembro en cuestión.

e) Inaplicación de medidas monetarias y relativas a los tipos de cambio.

f) Falta de legitimación para nombrar miembros del Comité Ejecutivo del BCE.

g) No se aplicarán las medidas para contar con representación única en las conferencias e instituciones financieras internacionales.

Estas serían las medidas jurídicas más importantes que, a nuestro juicio, comporta la salida de la zona euro. No de menor calado es la suspensión de los derechos de voto en el seno del Consejo cuando se trate de cuestiones que están excepcionadas de cumplir conforme el art. 139.3 del Tratado de Funcionamiento.

Pero, además, los estados no euro (y sus bancos centrales) están excluidos de los derechos y obligaciones previstos en el Capítulo IX del SEBC y del BCE. Además, el Estado miembro no perteneciente a la zona euro abandona automáticamente el Eurosistema, conforme el art. 1 de los Estatutos del SEBC y del BCE, que figura como protocolo número 4 y se incorpora como Anexo al Tratado de la Unión Europea y al Tratado de Funcionamiento.

En un estado de nebulosa jurídica quedan cuestiones básicas como son las siguientes: a) situación de las reservas transferidas por los bancos centrales de la zona euro al BCE (¿se devolverían al Banco Central del Estado que abandona la zona euro?); b) ¿debería el BCE proceder a una devolución de capital al Estado que abandona el euro como moneda? La solución a esta segunda cuestión aparece resuelta en el art. 42 de los Estatutos del SBCE y del BCE; el Estado cuya moneda no sea el euro no puede ser accionista del BCE, de tal forma que tendrá que recuperar el capital aportado.

Pero, con ser ello importante, creemos que la conexión entre el art. 42 y el art. 18 de los Estatutos del BCE impediría que las entidades financieras del Estado que sale del euro puedan solicitar préstamos —con o sin garantía— al BCE para que éste les facilite inyecciones de liquidez, con lo cual habría que buscar inyecciones de liquidez en mercados interbancarios alternativos, fundamentalmente privados, lo cual haría que el coste de financiación sufriera una elevación notable.

Nada dice ni se desprende de los Estatutos del BCE sobre las inyecciones de liquidez a las entidades financieras pendientes de liquidación en el momento de salida del euro. A nuestro juicio, no serían exigibles en el momento de abandono de la zona euro, pero las entidades financieras no podrían refinanciar dichas operaciones ni solicitar más préstamos interbancarios al BCE, lo cual enlaza con otra consideración que afecta también a las entidades de crédito. En efecto, el art. 42.2 de los reiterados Estatutos

dispone que los bancos centrales de los estados miembros que gocen de una excepción de conformidad con el artículo 139 de dicho Tratado conservarán sus competencias en el ámbito de la política monetaria con arreglo a la legislación nacional. Con lo cual, sería el banco central del país de referencia quien determinaría el tipo de interés y procedería a las subastas de liquidez de las entidades financieras, de forma similar, mutatis mutandis, a como lo hace el Banco de Inglaterra, por citar un paradigma. Junto a ello, y puesto que rescataría la política monetaria, podría proceder a políticas de devaluación de la nueva moneda, cuyos efectos económicos no nos atrevemos a predecir, si bien los indicadores macroeconómicos no invitan a ser precisamente optimistas. La devaluación —cabe también que la moneda nacional no euro tuviera un tipo de cambio flotante— posiblemente tendría efectos positivos a corto plazo en la balanza de pagos.

No cabe olvidar la posible participación del Estado que abandone el euro en el denominado Fondo de Rescate (verdadero malabarismo de la Unión Europea y del BCE para frenar la crisis de Grecia e Irlanda). En síntesis, se trata de una sociedad domiciliada en Luxemburgo con capital de los países de la zona euro y que avala emisiones de deuda pública de estados de dicha zona.

La pregunta que surge es elemental: para el Estado que abandone ¿cabe anular los avales, o puede éste retirar el capital de la citada sociedad? La respuesta, aunque parezca elemental, no es obvia y no hay en ello contradicción alguna. Si un Estado no participa en la zona euro, qué sentido tiene participar en una sociedad instrumental cuyo objetivo es eludir las exigencias de los tratados y de los Estatutos del BCE para ayudar (con escaso éxito por cierto, como se ha visto en el caso de Portugal y anteriormente en el de Grecia e Irlanda) a países de la zona euro en dificultades. A nuestro juicio, ninguno, de tal manera que habría que negociar la salida del capital de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y redistribuir los avales entre los socios restantes en proporción a la nueva participación en el capital.

Incluso si contemplamos los Estatutos del FEEF y el Acuerdo-Marco entre la citada sociedad y determinados países (de 7 de junio de 2010), así como la finalidad de la sociedad, encontramos que no se firma con todos los países sino exclusivamente con los integrantes de la zona euro y que la función de la sociedad luxemburguesa es apoyar mediante préstamos o avales a países de la zona euro en dificultades, por simplificar mucho la cuestión.

De tal manera que carece de sentido participar en una sociedad que, estando un Estado fuera de la zona euro, no puede estatutariamente recibir ayuda de la misma en caso de dificultades financieras fundamentalmente ligadas a la financiación del déficit mediante la emisión de deuda denominada en euros.

Por ello, creo que no cabe confundir entre la pertenencia a la zona euro y la emisión de deuda en euros. Es decir que se puede pertenecer a la Unión Europea, abandonar el euro y emitir deuda pública en euros con la peculiaridad de que, en este caso, la emisión de deuda será en divisas y, por lo tanto, habrá que contemplar el *spread* o diferencial, ya que se paga en euros con moneda nacional con lo cual hay un riesgo de tipo de cambio evidente cuya dimensión solo puede ser medida en función de la paridad que se establezca.

Aunque nos hemos centrado en los efectos "públicos" de una eventual salida de un país de la zona euro, es evidente que también tendría trascendencia para los particulares. Por citar algunos ejemplos, habría, en primer lugar, que redenominar todas las cuentas de las entidades financieras que ahora están en euros, lo cual implicaría un coste importante; habría también que adaptar la normativa contable de las empresas a la nueva moneda y modificar todas las normas donde aparecen, por ejemplo, sanciones pecuniarias denominadas en euros.

En otros aspectos importantes, como por ejemplo las hipotecas a interés variable referenciadas al Euribor, las incógnitas para entidades de crédito y particulares son importantes jurídicamente. En teoría, el Euribor podría seguir utilizándose como referencia del tipo inicial de interés, ya que reconvertir todos los préstamos hipotecarios tomando otro índice como referencia, supondría un riesgo para prestamista y prestatario, amén de tener que proceder a su resurrección a través del conjunto del sistema financiero. En el caso de hipotecas en vigor, la pretendida sustitución supondría una novación objetiva del contrato a la que pueden negarse ambas partes. En todo caso, se abrirían incertidumbres que sólo podrían salvarse a través de seguros de tipo de interés (con los problemas que ello conlleva).

En cualquier caso, y dado el espacio de este comentario, una cosa son las consecuencias jurídicas —de las cuales hemos entresacado las más relevantes— y otra cosa son las consecuencias económicas a las cuales hemos hecho excepcional referencia para ilustrar algún ejemplo de las primeras. Evidentemente, una decisión tan trascendental como ésta debe ser una decisión política donde se tengan en cuenta los aspectos jurídicos y económicos. Pero hay que tener una economía muy potente para adoptar una decisión de este tipo y una capacidad de captación de recursos exteriores, con una moneda teóricamente más débil que el euro, para afrontar la situación.

El único beneficio observable sería la recuperación, con matices, de la política monetaria, ahora transferida al BCE por los estados que conforman la zona euro, pero los inconvenientes, salpimentados en páginas anteriores de esta colaboración, pueden superar con creces dicho beneficio y se traducirían en un incremento del coste de la deuda pública, en mayores dificultades para su colocación y adicionales para la reducción del déficit público, en restricciones para captar dinero a través del BCE por parte de las entidades financieras, en dificultades (que no cierre) del acceso a préstamos del BEI y en una serie de consecuencias colaterales que son dignas de una reflexión de mayor calado.

Portugal: estancamiento económico con acumulación de desequilibrios

*José Manuel Amor y Sara Baliña**

1. Una década perdida y con acumulación de excesos

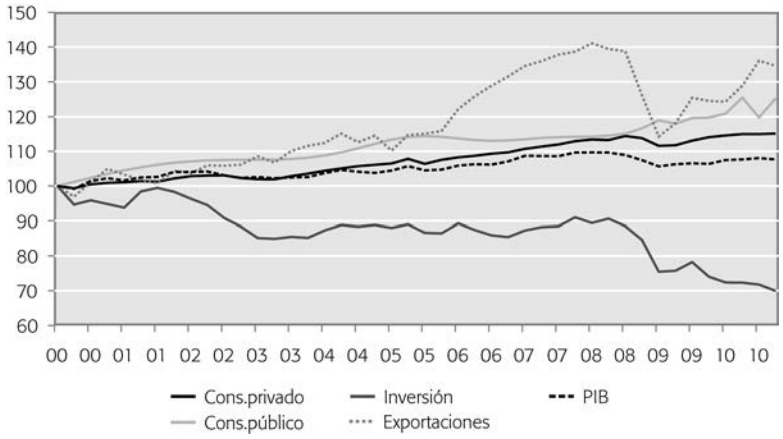
Desde su entrada en la moneda única, la economía portuguesa se ha caracterizado por mostrar una senda de crecimiento sustancialmente más contenida que la de sus comparables del Área euro, actualmente agrupados bajo el distintivo de "países periféricos del euro". En ausencia de un fenómeno de expansión demográfica como el vivido en la última década en España o Irlanda y sin un sector revulsivo, como el de la construcción residencial, capaz de liderar la expansión de la actividad agregada, el crecimiento económico de Portugal apenas alcanzó el 1 por 100 de media entre 2001 y 2007, inferior en casi un punto al del Área euro en el mismo período, muy lejos del 6 por 100 de avance de Irlanda o del 3,5 por 100 de España y no exento de altibajos. La falta de pulso de la demanda doméstica en sus dos principales agregados —consumo privado e inversión— le ha otorgado a Portugal el calificativo de economía estancada, con rigidices estructurales en mercados clave, como el laboral o el de servicios, que han ejercido —y ejercen aún— de frenos para su capacidad de elevar el crecimiento potencial a medio plazo.

El hecho de que el consumo de los hogares apenas haya avanzado un 1,5 por 100 de media en los años de

* Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

PRINCIPALES PARTIDAS DEL PIB DE PORTUGAL
(índice base 100 = 2000)



Fuente: Afi, INE.

pre-crisis y que hayamos presenciado, incluso, caídas en el gasto en formación bruta de capital del orden del 1 por 100, es más que representativo del carácter anémico que ha presentado el crecimiento de la economía portuguesa en los últimos años (gráfico 1). Su escasa apertura comercial (las exportaciones de bienes y servicios apenas representan un 29 por 100 del PIB y un 1 por 100 del comercio mundial), la elevada dependencia exterior en el abastecimiento de energía y productos intermedios, y la pérdida de competitividad acumulada desde principios de 2000 (más de un 10 por 100 en términos de tipo de cambio efectivo real) han restringido el papel de la demanda externa como fuente de crecimiento.

Sin embargo, aun cuando Portugal no ha padecido los excesos de otras economías periféricas, sí comparte con ellas desequilibrios de cuantía y relevancia similar, en términos de necesidades de financiación exterior y endeudamiento agregado. Resulta sorprendente que con una tasa de inversión nacional más reducida y que incluso ha corregido en los últimos años (cerró 2007 en el 22 por 100 del PIB, seis puntos por debajo del nivel del año 2000), Portugal haya presentado sistemáticamente necesidades de financiación frente al resto del mundo por un importe próximo o superior al 8 por 100 del PIB; y que ni tan siquiera en la fase actual de ajuste interno haya conseguido recortarlas hasta niveles que no comprometan su modelo de crecimiento, ante un potencial *shock* en los mercados de financiación mayorista (a cierre de 2010, el déficit por cuenta corriente se mantuvo anclado en el 9,7 por 100 del PIB) (gráfico 2).

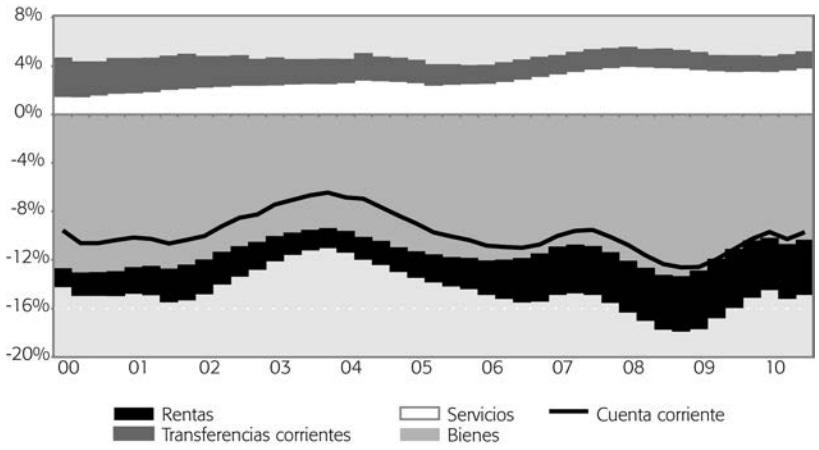
La explicación reside, de forma fundamental aunque no en exclusiva, en la reducida capacidad de generación de ahorro bruto de los agentes económicos portugueses. Junto con Grecia, es la economía periférica de referencia con menor tasa de ahorro nacional a cierre de 2009: un 8,6 por 100 del PIB frente, por ejemplo, al 18,9 por 100 de España o 12,3 por 100 de Irlanda. Acotando la comparación a España, por presentar ambas economías niveles de déficit exterior similares antes del inicio de la crisis, la brecha en la tasa de ahorro agregada responde no sólo a la posición menos holgada del sector privado (excluido el sector financiero) sino, sobre todo, al déficit de fondos persistente de las administraciones públicas (de casi un 4 por 100 del PIB en media entre 2001 y 2007, que compara con un saldo superavitario de España del 0,4 por 100).

Tampoco ha contribuido a contener las necesidades de financiación exterior el desequilibrio persistente de la balanza de rentas, herencia de una posición de inversión internacional crecientemente deficitaria, y que ha ayudado a explicar casi la mitad del déficit exterior de la economía portuguesa en 2010 (4,5 por 100 del PIB).

El análisis pormenorizado de la posición del sector privado nos permite justificar sus elevados ratios de endeudamiento y caracterizar la dinámica del mercado laboral en los últimos años. El escaso crecimiento de la renta disponible de los hogares portugueses ha sido la tónica general de la última década y ha venido explicado tanto por el práctico estancamiento de la ocupación (entre 2001 y

Gráfico 2

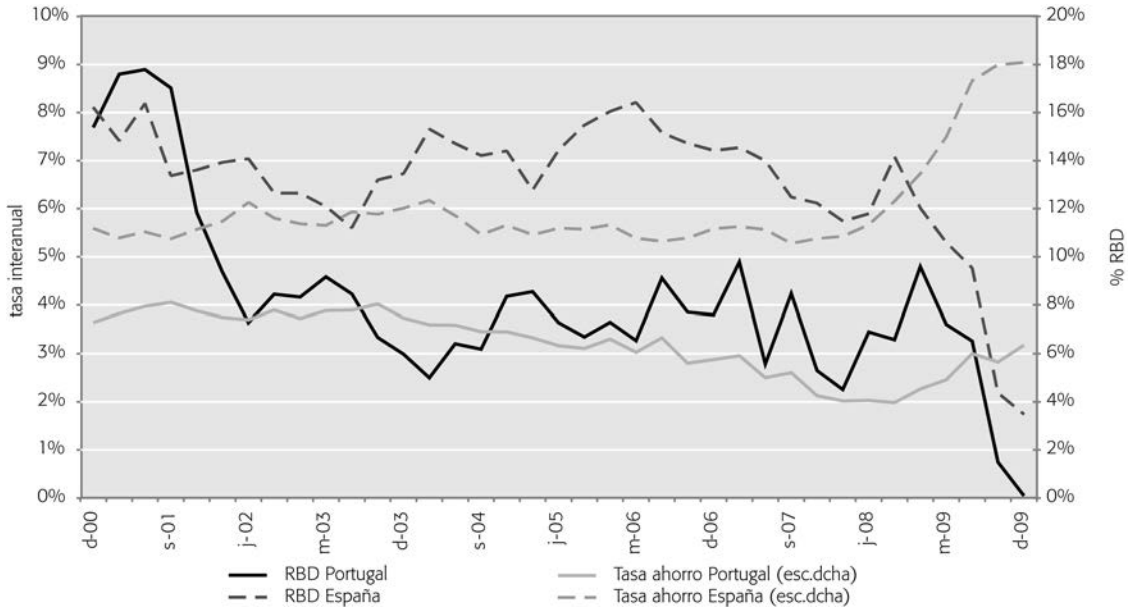
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE PORTUGAL
(% del PIB)



Fuente: Afi, INE.

Gráfico 3

RENTA BRUTA DISPONIBLE (RBD) Y TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES EN PORTUGAL Y ESPAÑA

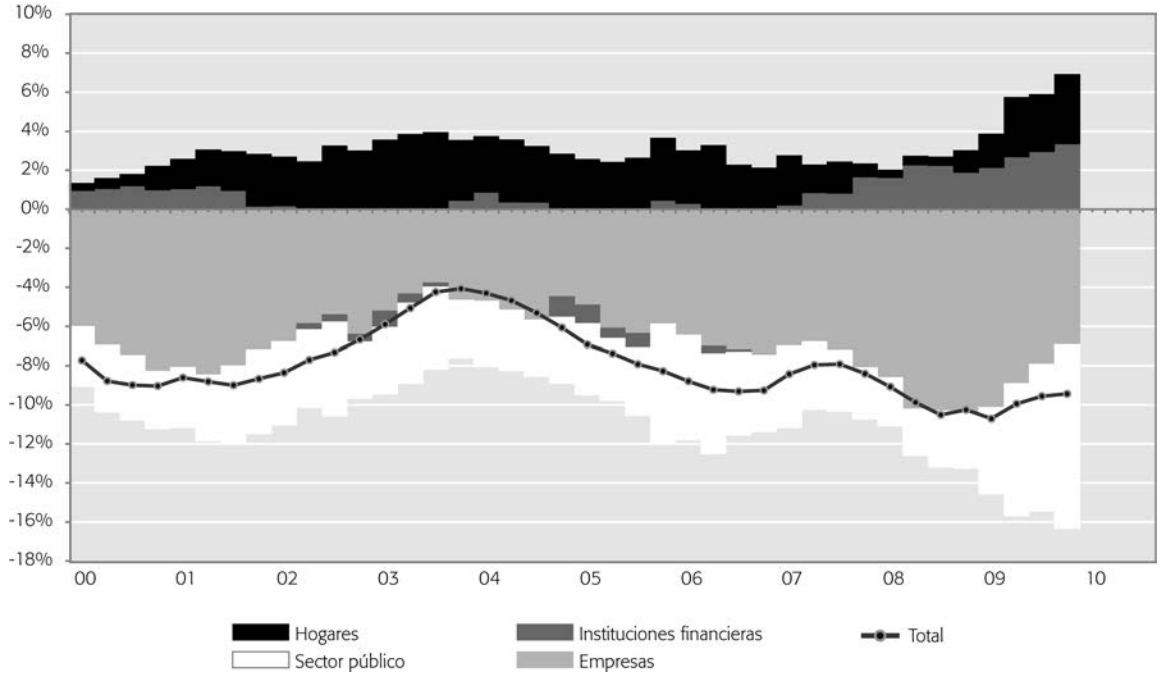


Fuente: Afi, INE.

Gráfico 4

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL EN PORTUGAL

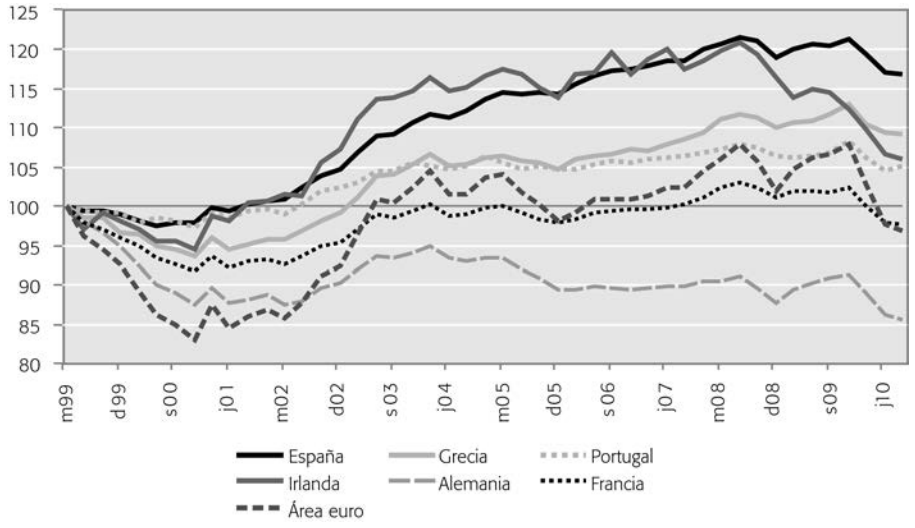
(% del PIB)



Fuente: Afi, INE.

Gráfico 5

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL SEGÚN DEFLACTOR DEL PIB
(índice base 100 = 1999)



Fuente: Afi, BCE.

2007 ha crecido en torno a un 0,6 por 100) como por la contención en el nivel de salarios. Aun cuando el avance nominal del gasto en consumo familiar no ha sido elevado, sí ha superado ligeramente las ganancias en renta disponible, lo que se ha traducido en una continua reducción de la base de ahorro (ha oscilado entre el 6 y el 8 por 100 de la renta disponible) y propiciado el recurso al endeudamiento como fuente de financiación. Sólo así se puede explicar que la deuda bruta de las familias portuguesas a mediados de 2010 suponga un 96 por 100 del PIB, cuando esta misma ratio para España, con una dimensión de su mercado inmobiliario sustancialmente superior, se sitúa en el 86 por 100. Ello, unido al fuerte endeudamiento del sector corporativo, ha elevado la ratio de deuda privada (excluyendo el sector financiero) hasta el 235 por 100 del PIB, siete puntos por encima del de la economía española (gráficos 3 y 4).

Por tanto, sin que el cuadro de mando que resume los vectores de riesgo de la economía portuguesa incluya un mercado inmobiliario sobredimensionado y en fase de ajuste severo, y un sector bancario con elevada exposición al mismo, sí revela problemas estructurales de crecimiento y endeudamiento privado, con dos derivadas de máxima importancia en términos de fuerte dependencia del ahorro externo y pérdida de competitividad con sus principales socios comerciales (gráfico 5).

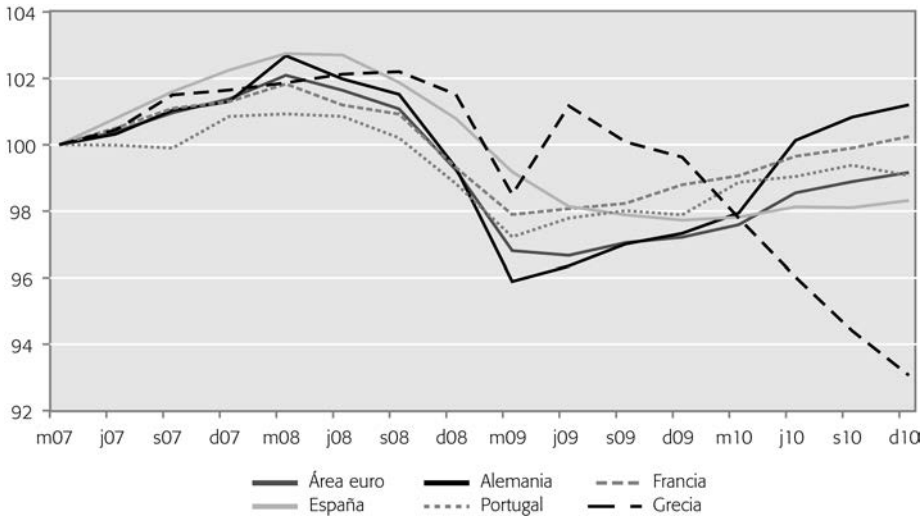
2. El "espejismo" del impacto de la crisis iniciada en el verano de 2007

El propio modelo interno de Portugal es el que ha restringido su crecimiento económico en los años de expansión, pero también el que ha contenido su deterioro en lo que llevamos de crisis. Entre 2008 y 2010, el PIB portugués ha experimentado una corrección acumulada de 1,8 puntos porcentuales, con el grueso del ajuste concentrado en 2008 —el único año estrictamente de recesión— y las primeras tasas de avance trimestral a mediados de 2009. En el mismo período, la magnitud de la contracción ha rozado el 4 por 100 en España, casi el 9 por 100 en Grecia y un 13 por 100 en Irlanda. Mientras que el PIB de estas últimas economías todavía cayó en 2010, en Portugal creció un 1,4 por 100. A la vista de estos resultados, podría concluirse que Portugal es la economía mejor posicionada para iniciar una senda de recuperación sostenida en 2011. Sin embargo, cuando se observa su perfil trimestral de crecimiento a lo largo del último ejercicio, queda patente que la fase cíclica en la que se encuentra es de desaceleración intensa, con visos de reanudar la recesión económica en 2011 (gráfico 6).

Los programas de estímulo fiscal, articulados tras la confirmación del cambio de ciclo a finales de 2008, han

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DEL PIB
(índice base 100 = 2007)



Fuente: Afi, Datastream.

servido para contener el desplome de la demanda doméstica, y en particular del consumo privado (el gasto en inversión encadena casi tres años consecutivos de contracción y acumula una cesión superior al 25 por 100) durante el primer semestre de 2010. Sin embargo, una vez agotado su impacto y con el imperativo de la consolidación fiscal acechando, el Gobierno se ha visto abocado, como en la mayoría de economías periféricas, a cambiar el signo de su política fiscal. Hasta la fecha, han sido tres los paquetes de ajuste fiscal aprobados para reconducir la posición de las cuentas públicas, tras cerrar 2009 con un déficit del 10,0 por 100 del PIB y una ratio de deuda pública sobre PIB del 82,9 por 100.

El objetivo de lograr en 2013 un desequilibrio presupuestario máximo del 3 por 100 del PIB es, además de ambicioso, altamente exigente para una economía sin apenas capacidad de crecimiento y que debe digerir recortes del gasto público que afectan tanto a la renta disponible de los hogares (reducción de salarios públicos, congelación de pensiones, supresión de transferencias corrientes y deducciones fiscales, subidas del tipo de gravamen del IVA, etc.), como al consumo público y a la inversión agregada vía menor gasto en infraestructuras.

Las cifras de actividad y empleo ya han empezado a resentirse, aun cuando el grueso del correctivo está por llegar. El esfuerzo realizado en 2010 por contener el déficit no ha sido suficiente para cumplir con el objetivo estipulado del 7,3 por 100 del PIB. Los nulos avances en la contención del gasto hicieron recaer la contención del déficit en el aumento de la recaudación y en un registro de crecimiento económico para el año mejor de lo esperado. La reclasificación de algunas empresas públicas de transporte y la contabilización como gasto de parte de las ayudas al Banco Portugués de Negocios (BPN) nacionalizado por el Gobierno a finales de 2008, introdujeron casi un punto más de PIB de déficit y han puesto en cuestión la credibilidad de Portugal y su capacidad para cumplir con los compromisos fijados.

Una desconfianza que se ha visto acrecentada con la crisis política desatada el pasado mes de marzo tras el rechazo del principal partido de la oposición a un nuevo programa de ajuste (PECIV), al que ya había dado el beneplácito la Comisión europea, y que ha derivado en la convocatoria de elecciones anticipadas, cuya celebración está prevista para principios de junio.

Pero es que al margen de las dudas que puedan existir sobre la disposición de Portugal a contener los niveles de gasto, lo que realmente está poniendo en cuestión su solvencia a medio a plazo es su mayor o menor capacidad para establecer las bases de un modelo de crecimiento que le permita generar los ingresos suficientes para cubrir sus necesidades de gasto y pagar la factura de intereses. En última instancia, lo que el mercado descuenta desde que a principios de 2010 se agudizase la crisis soberana en la periferia

del euro, es la sostenibilidad de la deuda pública en economías con niveles de déficit público elevados, ratios de deuda crecientes y debilidades estructurales, cuya corrección es imprescindible para garantizar un crecimiento económico sostenido. Portugal es un claro ejemplo de estos males.

Si tomamos como punto de partida la ratio de deuda pública sobre PIB prevista para 2010, que se sitúa en el 83 por 100 y asumimos un crecimiento económico nominal del 2 por 100 anual entre 2011 y 2015 y un coste nominal medio de la deuda pública entre el 5,5 por 100 y el 6 por 100, Portugal debería registrar superávit en balance primario del orden del 3-4 por 100 anual para revertir la dinámica de aumento de la ratio de deuda pública. La reciente deriva al alza en las condiciones de financiación en el mercado está presionando los pagos por intereses, más cuando toda la curva de tipos de interés se ha alineado prácticamente en los mismos niveles (el recurso a la financiación a corto plazo no alivia la factura de la deuda).

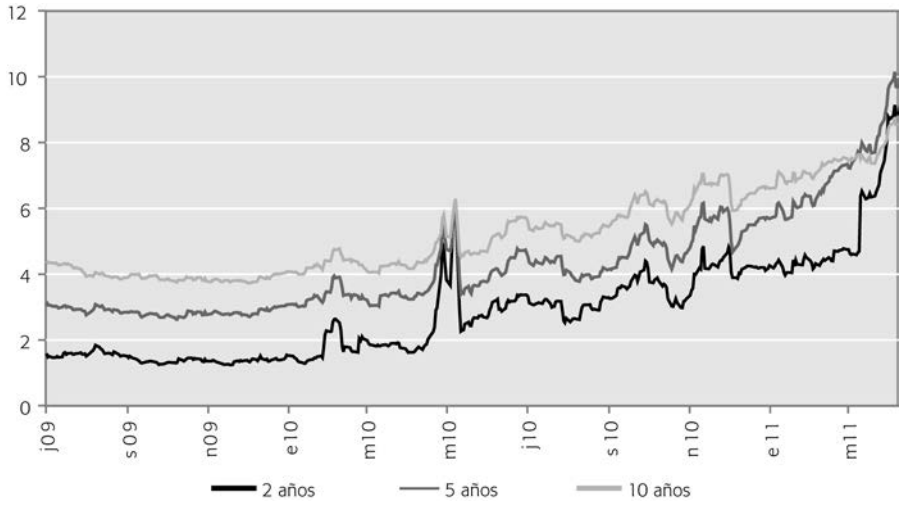
Las dudas sobre la velocidad e intensidad de la recuperación a medio plazo son determinantes para la evolución del saldo primario. La intensificación de las medidas de consolidación fiscal puede contribuir a su mejora; ahora bien, su efecto puede llegar a verse contrarrestado si la merma de actividad generada reduce de forma significativa la base de recaudación. Las previsiones barajadas por el Banco Central de Portugal para 2011 y 2012 no lo descartan, ya que apuntan a una contracción del PIB en este ejercicio próxima al 1,5 por 100 y un crecimiento de apenas el 0,4 por 100 para 2012, pese al buen comportamiento relativo esperado para las ventas en el exterior.

El devenir de los acontecimientos en Portugal ha agudizado los riesgos de deterioro en ambos componentes —saldo primario y pagos por intereses— y el mercado se ha mostrado contundente en su respuesta. A finales de 2010, la deuda pública portuguesa a dos años pagaba una rentabilidad del 4,3 por 100 y a diez años, un 6,6 por 100. A principios de abril de este ejercicio, el tipo de interés a dos años superó el 9 por 100 y la rentabilidad de la deuda a 10 años, el 8,7 por 100; en los dos casos niveles superiores a los que presentaban Grecia e Irlanda en el momento en el que solicitaron ayuda financiera a la Unión Europea. Con las curvas de tipos y diferenciales frente a Alemania planas, el mercado ha concentrado su castigo, y con ello la asignación de mayores probabilidades de impago, en los plazos más cortos. La secuencia es similar a la vivida en las dos economías citadas, ya rescatadas (gráfico 7).

Las implicaciones del grado de estrés alcanzado en las cotizaciones soberanas van más allá de las propias restricciones de financiación del Tesoro, que se ha visto obligado, fundamentalmente desde principios de 2011, a reorientar su estrategia de emisión hacia el segmento de letras. La persistencia del cierre de los mercados mayoristas para el sector bancario portugués —que apenas ha conseguido colocar deuda en el último año— ha reorientado el foco de atención al plano financiero, pese a que al inicio de la crisis no eran los problemas bancarios los que ocupaban un

Gráfico 7

TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA PORTUGUESA (%)

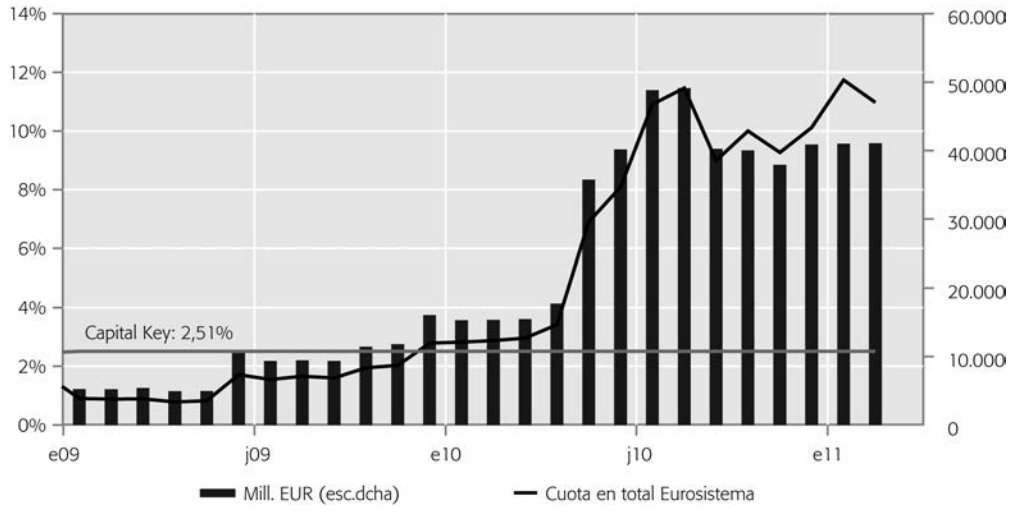


Fuente: Afi, Bloomberg.

puesto destacado en el esquema de vulnerabilidades de Portugal (aun cuando el sector bancario tuviera un peso del crédito sobre su activo total del 56 por 100, el más elevado de los principales sistemas europeos, sólo por detrás de España). La ausencia de exposiciones elevadas a segmentos de negocio con un perfil más arriesgado (el crédito promotor representa un 6 por 100 del crédito total al sector bancario en Portugal a finales de 2009 frente al

Gráfico 8

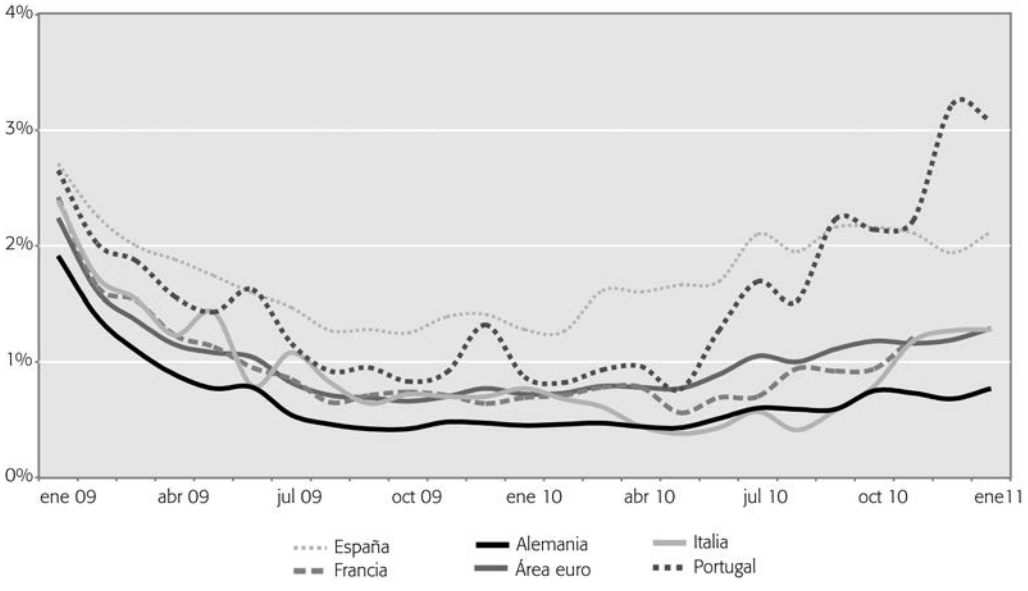
APELACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO PORTUGUÉS A LA LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



Fuente: Afi, Banco Central de Portugal.

Gráfico 9

TIPO DE INTERÉS EN NUEVAS OPERACIONES DE DEPÓSITOS BANCARIOS CAPTADOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (HASTA EL PLAZO DE UN AÑO)



Fuente: Afi, Banco de España.

18 por 100 que supone en España) y su favorable posición en morosidad (en el 2,7 por 100 era en 2009 de las más bajas entre sus comparables) y solvencia (ratios de Tier 1 entre el 8,5 y el 9 por 100 en las principales entidades bancarias) reducían las probabilidades de incurrir en un escenario de deterioro intenso de sus activos, que derivasen en fuertes necesidades de recapitalización.

Sin embargo, la agudización de la crisis soberana ha terminado por desencadenar una crisis de liquidez bancaria, cuyas principales manifestaciones pasan por niveles de apelación a la liquidez del Eurosistema casi diez veces superiores a las que se corresponderían a su clave de capital en el BCE (a febrero de 2011, se cifran en algo más de 40.000 millones de euros, un 23 por 100 del PIB) y presiones intensas en la captación de pasivo minorista a través de la elevación de los tipos de remuneración de los depósitos (sirva de ejemplo que el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de depósito con vencimiento hasta un año para el sector de empresas no financieras se situó en febrero en el 3,2 por 100, frente al 1,95 por 100 del caso español) (gráficos 8 y 9).

Las recientes rebajas de calificación crediticia por parte de las agencias de *rating* a la deuda soberana de Portugal (hasta BBB- según *Fitch* y *Standard & Poor's*) y a sus principales entidades bancarias han introducido un foco adicional de presión para la gestión de la liquidez, en la medida en que la pérdida del umbral mínimo de calificación crediticia de la deuda privada —en su mayor parte emitida por el sector financiero— utilizada como colateral en las subastas de financiación con el Banco Central Europeo o en la operativa *repo* en el mercado privado, reduzca la capacidad de recurso a la liquidez el banco central y/o encarezca la financiación a corto plazo vía *repos* ante subidas de los márgenes de garantía exigidos por las cámaras de compensación europeas. La contracción de la actividad esperada para 2011 también amenaza con incrementar las tasas de mora en los segmentos de crédito al consumo y a empresas (la tasa de paro ha alcanzado a finales de 2010 el 11,1 por 100). En definitiva, un cuadro muy complicado.

3. El rescate se materializa: ¿es un puente hacia la restructuración?

Pese a las reticencias iniciales, en la primera semana de abril el Gobierno portugués se ha visto obligado a solicitar ayuda financiera a la Comisión Europea. El carácter insostenible de los tipos de financiación asumidos en las últimas subastas de letras (superiores al 5 por 100 en plazos inferiores al año) y el reconocimiento por parte del sector bancario portugués de sus restricciones para continuar adquiriendo deuda pública, fueron los detonantes de la petición del programa de rescate. Un rescate que, a principios de 2011, llegó a considerarse evitable ante la expectativa de que desde el frente institucional de gestión de la crisis soberana del euro se acordase la reformulación de los mecanismos de estabilidad financiera vigentes, de modo que además de dotar de financiación a programas de rescate como el irlandés, tuviesen margen de maniobra para adquirir deuda periférica en el mercado secundario ante situaciones de estrés y/o conceder líneas de liquidez a países con problemas en momentos puntuales.

Las reuniones del Consejo europeo y el Eurogrupo de finales de marzo, en las que en principio se iba a discutir su flexibilización, se saldaron, sin embargo, sin acuerdo en este sentido y con el recordatorio de las condiciones que van a regir los futuros mecanismos de rescate a partir de 2013, momento en el que finalizan los actuales y se hace explícita la posible participación del sector privado en los procesos de ayuda pública.

En cualquier caso, el perfil de vencimientos de deuda pública y privada durante el segundo y tercer trimestre del ejercicio ya alertaba de las dificultades de refinanciación a las que se iba a enfrentar Portugal. A la espera de que se concrete, el importe del plan de rescate debería ser suficiente para garantizar los vencimientos de deuda que se produzcan de aquí a 2013 (podrían alcanzar los 70.000 millones de euros, 43.000 millones en deuda pública y 27.000 millones en deuda privada), y, posiblemente, cubrir parte de las potenciales necesidades de recapitalización bancaria que emanen de los resultados de las pruebas de resistencia que se conocerán el próximo junio.

Ahora bien, son los costes de financiación y los plazos a los que se conceda la ayuda, y las condicionalidades que lleve implícita a nivel de ajuste interno, los que determinarán la eficacia del programa a la hora de contener el castigo a la deuda portuguesa en el mercado secundario y sentar las bases para que inicie una senda de sostenibilidad a medio plazo.

Relajar las condiciones de la financiación otorgada, como ha ocurrido con Grecia, bien reduciendo el tipo de interés aplicado, bien alargando los plazos de devolución de los préstamos más allá de 2013, no es la solución si para ello el esfuerzo interno que se le exige a Portugal pone en riesgo lo esencial: su capacidad para crecer a medio plazo. Sólo el equilibrio entre ambos objetivos, consolidación fiscal y crecimiento, y una mayor premura en la implementación de reformas estructurales claves para dotar de flexibilidad y competitividad a la estructura económica del país, pueden evitar que el rescate se acabe convirtiendo en un mero instrumento para ganar tiempo (tanto a nivel interno como por parte de sus principales acreedo-

res) de cara a un potencial proceso de reestructuración de la deuda a partir de 2013.

Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (2009), "¿Se puede contener el riesgo sistémico en el mercado de deuda pública del Área euro?", mayo.

Banco de España (2006), "La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina", *Boletín Económico*, mayo.

Citigroup (2010), "How much debt is too much debt?", octubre.

Morgan Stanley (2011): "Sovereign Subjects: A response that Provides No Answer", marzo.

Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008), "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", abril.

Economía y cambio en el Mundo Árabe: algunas preguntas frecuentes

Gonzalo Escribano Francés
*Laura Rodríguez Fernández**

Desde enero de 2011 los acontecimientos en el Mundo Árabe se han sucedido a un ritmo muy rápido. La inmolación de Mohamed Bouazizi, un joven diplomado universitario tunecino subempleado como micro-empresario en el sector informal, desató una oleada de protestas en la región que ha sorprendido a la comunidad internacional. Tras la caída relativamente pacífica de Ben Alí y Hosni Mubarak, en Libia la situación ha evolucionado hacia un conflicto militar abierto. En el momento de escribir estas líneas, las revueltas en Yemen, Bahrein y Siria se han cobrado ya numerosos muertos. Con mayor o menor intensidad y de forma más o menos violenta, en la práctica totalidad de la región se siguen convocando protestas en favor de una mayor apertura de los regímenes.

Más allá de sus implicaciones para las relaciones internacionales, estos acontecimientos tienen una dimensión económica muy considerable, especialmente para la UE y, más aún, para España. Su acelerada sucesión obliga a todos los actores, públicos y privados, a realizar una reestimación de los escenarios políticos y económicos que se abren al Mundo Árabe. Las implicaciones económicas son muy variadas, pero en todos sus aspectos presentan oportunidades y riesgos, a corto y a largo plazo. En un intento de aportar una visión económica de los elementos más relevantes de la ola de cambio que recorre la región, este artículo recoge las ocho preguntas más frecuentes sobre su relación con la economía y aventura algunas respuestas.

1. ¿Por qué Túnez?

En los últimos años, Túnez se proyectaba como el milagro económico del Magreb. A pesar de los desequilibrios y las carencias sociales propias de un país en desarrollo, Túnez presenta una posición económica relativa mucho mejor que el resto de países árabes mediterráneos. Cuenta con unas clases medias educadas, intelectuales reconocidos, un elevado grado de urbanización, una burocracia relativamente profesionalizada y otros elementos que conforman una sociedad más avanzada en el campo de la modernización social y económica que el resto de sus vecinos magrebíes. Así que tal vez la pregunta correcta no sea "¿por qué en Túnez?", sino más bien cómo una sociedad de esas características ha podido tardar tanto en levantarse contra un régimen como el de Ben Alí. Aunque dichas características están más desarrolladas en Túnez, otros países de la región han registrado transformaciones y tendencias de fondo similares en la última década.

En primer lugar, la transición demográfica ha supuesto el paso de elevadas tasas de fertilidad pasadas a tasas de fertilidad urbana cercanas a las europeas. Las familias son cada vez más reducidas, mononucleares y con un número reducido de hijos y ancianos a su cargo, lo que entraña menores obligaciones familiares. Este dividendo demográfico se traduce en mayores tasas de acumulación de capital físico y humano, pero también en unas nuevas generaciones más independientes y desligadas de las normas tradicionales y las jerarquías familiares y sociales. En segundo lugar, también han actuado los vectores clásicos de la modernización social, como la urbanización, un mayor nivel educativo, el acceso a las telecomunicaciones y las nuevas tecnologías de la información, o la emergencia de una clase media urbana. Este proceso de modernización no debe confundirse con el de occidentalización, sino más bien como un tránsito hacia lo que se ha denominado post-islamismo, que tiene también connotaciones económicas relevantes. Siguiendo los cánones de las teo-

* Profesores de Economía Aplicada, UNED.

rías clásicas de la modernización, la evolución económica de buena parte de estos países también ha tenido una influencia determinante en la transformación de las sociedades árabes.

2. ¿Se ha dado una transformación económica en la región?

Sí, se han producido reformas importantes tanto a nivel macro como microeconómico. Los países de la región han estabilizado sus equilibrios macroeconómicos y las tasas de crecimiento, y se han aplicado reformas estructurales, aunque de modo fragmentario e incompleto y, muy diferenciado por países. Pero, en diferentes grados, casi todos los países se han abierto a la economía internacional, han liberalizado sus economías, se han diversificado, han modernizado sus infraestructuras y muchos de ellos se han insertado en las redes industriales internacionales, especialmente en las europeas. Estas reformas, aunque lentamente y de manera muy gradual, han cambiado en los últimos 20-30 años la naturaleza de las economías árabes, y alterado sus equilibrios políticos y económicos. También se han acometido tímidas reformas institucionales en el campo de la justicia y la administración que, donde se han introducido *y* aplicado, han mejorado la protección de los derechos de propiedad y reducido costes de transacción. Aunque el marco institucional y regulatorio de estos países sigue siendo una de sus mayores debilidades, en países como Marruecos, Túnez o Egipto sí ha mejorado sustancialmente. En todo caso, mientras que la estabilización macroeconómica ha avanzado considerablemente, las reformas microeconómicas e institucionales se han aplicado con gran lentitud y de manera poco consistente.

El ritmo de crecimiento del Mundo Árabe ha aumentado con las reformas y, sobre todo, ha reducido su volatilidad para ofrecer tasas más sostenidas. Los efectos transformativos del crecimiento económico han variado mucho según los países, pero se pueden delinear algunas tendencias casi generales. La apertura económica ha generado una nueva clase media de pequeños y medianos empresarios y profesionales, pero también de micro-empresarios semi-formales que, en ocasiones, comparten esa actividad con un empleo público poco remunerado. Sin embargo, ha sido incapaz de elevar la actividad económica hasta los niveles necesarios para absorber al gran número de nuevos entrantes en el mercado de trabajo, fruto de la transición demográfica, conduciendo a elevados niveles de desempleo juvenil e informalidad. El crecimiento también ha diversificado los actores económicos y descentralizado en parte el poder económico, incluso, aunque en menor medida, en economías dominadas por los hidrocarburos como Argelia.

3. ¿Cuál es el impacto económico del cambio para la región?

Las tendencias de fondo apuntadas subyacen a una coyuntura económica difícil en los países no exportadores de hidrocarburos, que tenderá a agravarse a corto plazo mientras se mantenga la incertidumbre política. Pese a las evidentes y sustanciales mejoras, los equilibrios externos e internos son frágiles y el espacio de política económica cada vez es más reducido. Las tensiones exteriores proceden de la caída de ingresos por turismo, exportaciones, flujos de inversión y remesas, y fuga de capitales; y por pagos en aumento por la subida de los precios de los alimentos y la energía. Los saldos presupuestarios se han deteriorado por el aumento de los gastos en subsidios a alimentos y energía, y será difícil soportar presiones adicionales en favor de un mayor gasto social. El crecimiento se va a ver afectado y con él los ingresos fiscales. Los *ratings* de los países están bajando y el contexto financiero internacional no va a facilitar la satisfacción de las necesidades de financiación que supone el deterioro de los equilibrios macroeconómicos, internos y/o externos.

Los grandes exportadores de hidrocarburos tienen más espacio de política fiscal, aunque en países de población importante en relación a sus recursos, como Argelia, ese espacio sea más limitado. El equilibrio externo parece asegurado mientras lo esté la exportación de sus recursos, y aunque cuentan con un importante colchón de reservas en divisas, la presión social puede hacer que, unas nuevas preferencias fiscales en respuesta a las demandas de un modelo diferente de reparto y uso de las rentas del petróleo, alteren los equilibrios en favor de precios más altos del crudo. En los países del Golfo, la subida de los precios puede suponer también un aumento de su capacidad de financiación y adquisición de compañías extranjeras. La experiencia de los fondos soberanos con sus inversiones en cartera ha sido muy negativa debido a la crisis financiera, por lo que el aumento de las rentas de los hidrocarburos puede canalizarse hacia inversiones directas. Aunque la incertidumbre puede frenar estos movimientos a corto plazo, parece que esta tendencia podría mantenerse en el futuro, reforzando el papel de la región en la escena económica mundial.

4. ¿Ha habido una modernización de la actividad empresarial?

Sí. Hay un potencial empresarial importante constreñido por las barreras de entrada y salida que imponen los regímenes en el poder para controlar la actividad econó-

mica. Algunas de esas barreras son instituciones económicas disfuncionales para una economía moderna, pero no fruto del determinismo cultural. Cuando las reformas reducen esas barreras, la creación de empresas y la actividad del sector privado aumentan con rapidez. Al igual que ha ocurrido con las élites políticas, las barreras de entrada han frenado la movilidad social y la renovación de las élites económicas. Las empresas tienen edades medias muy elevadas, como los empresarios y ejecutivos que las dirigen, que suelen estar menos cualificados que sus subordinados e imponen un rígido orden jerárquico que frena su renovación y la modernización de la gestión. No obstante, ese potencial es apreciable por cualquiera que se pasee por las ciudades de la región, aunque en buena medida se encauza hacia un sector informal de baja capitalización y productividad reducida.

Aunque los indicadores revelan un nivel bajo de 'espíritu empresarial' (*entrepreneurship*), algunos países como Marruecos o Túnez han visto como los indicadores de éste se doblaban entre la segunda mitad de la década pasada, y alcanzado niveles homologables a economías como Turquía o Corea del Sur. Las reformas realizadas para la orientación a la exportación y la diversificación de las economías han creado una nueva clase de pequeños y medianos empresarios integrados en las redes industriales europeas, que coexiste con un sector tradicional de pequeños comerciantes y proveedores de servicios tradicionales.

En la actualidad, las PYME son el actor económico más dinámico de los países árabes: crecen más rápido, son más flexibles e innovadoras que las grandes empresas y crean muchos más puestos de trabajo. El papel de los grandes empresarios ha sido tradicionalmente de apoyo a los regímenes, con los que han establecido una alianza basada en el clientelismo y la cooptación. Sin embargo, los acontecimientos en Túnez y Egipto muestran que las élites económicas han sustituido sus alianzas con los regímenes por otras con diferentes actores, emergentes o no (como el ejército), cuando la presión social hacía inviable la pervivencia de aquéllos.

5. ¿Cuál ha sido la reacción económica de la UE ante los cambios?

Uno de los escasos elementos de consenso acerca de los cambios en la ribera sur del Mediterráneo es la necesidad de replantear la estrategia europea hacia la región. La irrelevancia de la Unión por el Mediterráneo (UpM) y el alcance de los cambios socio-económicos subyacentes han reivindicado el enfoque del Proceso de Barcelona. La UE ha reaccionado con una comunicación conjunta de la Comisión y la Alta Representante que aporta la primera respuesta articulada de la UE a dichos cambios, ofreciendo "[u]n *partenariado* por la democracia y una prosperidad compartida con el sur del Mediterráneo" (8 de marzo, COM (2011) 200 final). Además de una declaración política de compromiso con la democracia y los derechos humanos, el documento contiene elementos interesantes como el reconocimiento de la necesidad de reformar la UpM y de integrarla con el Proceso de Barcelona. Aunque incida en la actual revisión de la Política de Vecindad, la Comunicación recupera la narrativa de la conferencia de Barcelona de 1995: prosperidad compartida, desarrollo de los acuerdos de asociación, libre comercio, cooperación financiera, etc.

La comunicación reconoce también las dificultades económicas que afrontan las transiciones y la necesidad de acompañarlas con ayuda financiera, aunque de manera condicionada y diferenciada según sus avances en democratización y derechos humanos. Sin embargo, a pesar del énfasis en las cantidades (6.000 mill. € en tres años condicionados a la aprobación de un préstamo de 1.000 mill. € del BEI por el Parlamento Europeo), apenas hay compromisos financieros adicionales (4.000 millones corresponden al Instrumento Europeo de Vecindad y Asociación vigente hasta 2013, incluyendo una reorientación de los programas bilaterales de Túnez y Egipto por 240 mill. € y 445 mill. €, respectivamente), aparte de los dedicados a ayuda humanitaria (30 mill. €), Frontex (25 mill. €), un apoyo ya otorgado a Túnez (17 mill. €), y la colaboración del BEI y del BERD.

Finalmente, el documento reconoce la necesidad de proveer incentivos no financieros para la sostenibilidad económica de las transiciones: liberalización del comercio agrícola y los servicios, apoyo al desarrollo rural y modernización agrícola, movilidad de los trabajadores, apoyo a las nuevas tecnologías de la información y las telecomunicaciones, a las PYME, a las renovables y al transporte, y una Comunidad Euromediterránea de la Energía. El despliegue de todos estos incentivos plantea la duda de si finalmente podrán ser aplicados en toda su extensión o quedarán bloqueados por los intereses nacionales y sectoriales de los estados miembros. Por otro lado, queda por ver si serán lo suficientemente importantes, inmediatos e inclusivos como para ser efectivos en su doble objetivo de amortiguar las dificultades económicas coyunturales y promover las reformas en el largo plazo. En todo caso, la comunicación constata que el Mediterráneo ha cambiado de manera fundamental y que las estrategias europeas deben ser revisadas rescatando algunas de las ideas fundacionales del Proceso de Barcelona e incluyendo nuevos aspectos.

6. ¿Cuáles son las principales implicaciones para la economía española?

El conjunto de Oriente Medio y Norte de África[1] representó en 2009 el 4 por 100 de las exportaciones y el 3 por 100 de las importaciones de la UE-27, con un saldo a favor de la UE de unos 37.000 millones de €. Para España, el peso comercial de la región es muy superior: con datos provisionales de 2010, la región supuso más del 6 por 100 de las exportaciones y casi el 10 por 100 de las importaciones españolas, con un saldo desfavorable para España de 11.000 millones de €. El mayor peso de las importaciones españolas de la región, y el déficit consiguiente, se explican básicamente por las importaciones de hidrocarburos. Los principales socios comerciales de España en la región son Argelia, Marruecos, Arabia Saudí, Irán, Libia, Egipto, Túnez y Qatar. España registró en 2010 déficit comerciales con el Magreb, Oriente Medio (Mashrek) y el Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), destacando los registrados con Libia, Irán, Argelia, Arabia Saudí, Qatar, Irak y Egipto. Para España, el Magreb tiene un mayor peso comercial que la suma de México y Brasil. Marruecos o Argelia tienen una cuota superior a la de Polonia y semejante a la de Turquía, Egipto una cuota similar a Corea del Sur, y el conjunto de la región un peso superior al de China.

El papel de las inversiones extranjeras en la región es, en cambio, reducido. La inversión extranjera directa española bruta acumulada entre 2000 y septiembre de 2010 en la región apenas supuso el 1 por 100 de las inversiones extranjeras españolas totales del periodo (unos 4.600 mill. €), casi todas ellas concentradas en el Magreb y más específicamente en Marruecos (0,75 por 100 de las inversiones españolas en 2000-2010). Las inversiones en el Mashrek fueron muy bajas (0,2 por 100 de las totales) y en el CCG casi inexistentes. Comparativamente, la inversión española directa en Brasil y México superó el 6 por 100 y el 5 por 100 del total, respectivamente; la inversión española en Polonia supuso alrededor de la mitad de la realizada en el total de la región, y sólo Marruecos supone porcentajes importantes, superiores a los de Polonia, Turquía y China.

Evidentemente, el impacto para España puede variar mucho por países y sectores. A nivel agregado, resulta más relevante el Magreb que el Golfo, y éste más que el Mashrek, pero por sectores el mapa de intereses no resulta tan claro. Por ejemplo, el sector financiero español tiene una exposición menor a la región (Marruecos) que el conjunto de la UE, y muy inferior al de Francia (con Egipto y Marruecos), Italia o Grecia (sobre todo con Egipto). En cambio, las implicaciones para la industria textil española (que usa el Norte de África como plataforma de sus estrategias de *short fashion*), la automovilística (que se abastece en Marruecos de *inputs* importantes), la agroalimentaria o la de materiales de construcción sí resultan muy relevantes. Lo mismo puede aducirse del turismo, el transporte, la obra civil y los servicios públicos, donde también hay una presencia notable de empresas españolas. Sin embargo, el principal factor de diferenciación española respecto al conjunto de la UE, y el más trasversal, radica en su interdependencia energética con la región.

7. ¿Cuál es el impacto sobre los mercados energéticos mundiales?

Oriente Medio y el Norte de África concentran más del 60 por 100 de las reservas mundiales probadas de petróleo y el 36 por 100 de la producción. Aunque hasta la fecha, los países afectados por la ola de cambio en la región suponen porcentajes relativamente reducidos de la producción mundial (Egipto, 0,9 por 100; Yemen, 0,4 por 100; y Libia, 2 por 100; Bahréin apenas produce petróleo), las tensiones en el mercado del crudo han ido en aumento por las mayores percepciones de riesgo. La producción libia (1,5 millones de barriles/día de petróleo y unos 15 miles de millones de metros cúbicos anuales) se ha visto seriamente afectada hasta paralizarse la exportación. Oriente Medio y el Norte de África cuentan también con el 45 por 100 de las reservas probadas de gas y alrededor del 20 por 100 de la producción mundial. La suma de la producción gasista de Egipto, Libia y Bahrein apenas representa el 3 por 100 de la producción mundial.

Estas cifras son importantes, aunque se pongan en perspectiva. La capacidad ociosa (*spare capacity*, capaz de ponerse en el mercado en días) de Arabia Saudita es superior a un millón de barriles/día, casi equivalente a la producción de Libia. En cuestión de semanas podría alcanzar entre 3 y 5 millones de barriles/día, cantidad similar a la producción de Irán. Arabia Saudita ha aumentado su producción para compensar la caída de la de Libia y, en principio, no está interesada en perjudicar la recuperación económica internacional, que se estima en riesgo con precios por encima de los 80-90$ por barril. Sin embargo, no está claro que Arabia Saudita no pueda preferir márgenes de precios más amplios en un contexto de mayores demandas sociales internas. De hecho, acaba de anunciar que aumentará el paquete de gasto aprobado reciente-

[1] La suma de Magreb (Marruecos, Argelia, Túnez y Libia), Mashrek (Egipto, Líbano, Siria, Palestina y Jordania), CCG (Arabia Saudí, Kuwait, Bahrein, Qatar, Emiratos Árabes Unidos y Omán) y Yemen, Irak e Irán. Datos de DataComex: www.datacomex.comercio.es.

mente (unos 30.000 millones de dólares) con otro superior a los 90.000 millones de dólares. Aunque la posición fiscal del reino es holgada, puede sesgar su política de extracción hacia el objetivo de aumentar los ingresos para financiar nuevas partidas de gasto. El resto de productores, sencillamente carece de capacidad para satisfacer las necesidades mundiales de crudo. El resultado es que los precios del crudo se han situado en máximos desde el inicio de la crisis económica, añadiendo tensiones inflacionistas e impulsando las expectativas sobre subidas de tipos.

8. ¿Cómo afecta a la situación energética de España?

Como el mercado del petróleo es fungible, puede acudirse a otros proveedores y el impacto tiende a reflejarse en aumento de precios y no en desabastecimiento. Con datos de CORES, España importó en el último año de la región cerca del 50 por 100 de su petróleo y el 60 por 100 de su gas, porcentajes muy superiores a los del conjunto de la UE. Además, más del 30 por 100 del gas procede de Argelia, parte del mismo por el gasoducto Maghreb-Europa, y la entrada en funcionamiento del Medgaz aumentaría ese porcentaje. España importó en el último año de Libia el 13 por 100 de sus importaciones de crudo y el 1,7 por 100 de gas natural, que se importa como Gas Natural Licuado, más flexible que los gaseoductos. Estas cantidades son gestionables, aunque suponen una alteración de la cadena para la industria (caso de Repsol): si bien el peso de Libia para los operadores españoles es reducido, las refinerías españolas (y europeas) están adecuadas al refino de crudo del Norte de África, más ligero y dulce. Los diferentes crudos son sustituibles, pero no son perfectamente sustitutivos y entrañan costes de transacción para la industria petrolera.

Es cierto que las importaciones españolas están más diversificadas que las del conjunto de la UE, pero también que esa diversificación se produce en buena medida *dentro* de la región de Oriente Medio y el Norte de África, donde también hay importantes intereses españoles en exploración y producción. Aunque la situación no supone una amenaza a corto plazo para la seguridad de abastecimiento energético española ni europea (con la importante excepción de Italia en materia de gas), la incertidumbre aumenta por el riesgo de contagio a productores de mayor importancia y/o por las medidas que actores clave como Arabia Saudita puedan aplicar. El orden petrolero tradicional parece en cuestión: la emergencia de un nuevo modelo promete ser complicada y, en todo caso, presionar los precios al alza.

Resumen de prensa
Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

Podría parecer que los acontecimientos de Japón y Libia han ocupado en las últimas semanas todo el espacio de los periódicos asidua y regularmente consultados por *Cuadernos*. Tal ha sido la escasez de noticias y comentarios que se han dedicado a la evolución de la crisis de la deuda en Portugal, nuestro vecino peninsular, del que se sabía que sus finanzas estaban pasando por un mal momento. Se ha dado, así, el caso de que no sólo un día, sino varias ediciones seguidas aparecieron sin mención alguna a la situación en Portugal, lo que no había ocurrido con anterioridad desde el inicio de la crisis, cuando se planteó y tuvo ésta sus comienzos en Grecia y, a continuación, en Irlanda.

El silencio de la prensa por lo que se refiere a Portugal ha sido particularmente sensible por la circunstancia de que lo que se dijera de este país podría ir acompañado, y así había sido repetidamente, de referencias a España, de la verosimilitud, o no, de contagio y también, obviamente, de alusiones inoportunas a las piezas del dominó.

Sin embargo, Portugal apareció, al fin, en la prensa de todo el mundo, y lo hizo, tal vez sin merecerlo, en las primeras páginas de los principales diarios, que dieron cuenta de que sus autoridades habían solicitado ayuda financiera. Los titulares fueron más o menos afortunados: *Portugal admits need for an EU rescue*, en *Herald Tribune*; *Portugal asks for EU bailout amid crunch*, *en The Wall Street Journal*; *Portugal «needs» to ask EU for aid*, en *Financial Times*; *Portugal réclame une aide financière urgente*, en *Le Monde*; *The third bail-out: Portugal*, en *The Economist* del 9 de abril.

«Puede que fuera inevitable», decía *The Economist*, como lamentando el paso que ha debido dar Portugal. «Ha sido un momento triste para este país. El Estado más viejo de Europa», en una declaración del día 6 de abril del primer ministro en funciones, José Sócrates, admitió por fin lo que había sido obvio desde hace tiempo para mucha gente: que su país necesitaba ser rescatado con un préstamo de la Unión Europea. Portugal se unía así a Grecia y a Irlanda en la sala de cuidados intensivos de la zona euro.

«Se teme el riesgo de contagio», seguía diciendo *The Economist*, tras lo cual aparecía el nombre de España, «cuyos bancos están expuestos a Portugal». «José Luis Rodríguez Zapatero ha anunciado que no va a presentarse para la reelección. Libre de la necesidad de cuidar la popularidad, Zapatero debería ahora redoblar sus desvelos reformistas».

En fin, Portugal, con la economía más rígida del mundo rico, debería iniciar inmediatamente su reforma. Esto exigirá una valentía que los líderes de la UE no han tenido hasta ahora.

A propósito del posible contagio de la crisis de la deuda a otros países, después de los tres primeros afectados, se ha solido pensar en España. A este respecto, es justo celebrar, e incluso recomendar, dos textos que deberían ser divulgados y que se incorporan a la selección de prensa que se recoge en las páginas que siguen. Se trata, respectivamente, de un artículo de *The Wall Street Journal* de 25-27 de marzo, y de un editorial de *Financial Times* de 5 de abril, los que resultarán reconfortantes para todos aquellos que se hayan inquietado al leer en los últimos

meses lo que se ha escrito en cierta prensa aludiendo a contagios y fichas de dominó que les conducen directamente a España.

Otro problema del momento es la inflación, ésta no confesada e incluso disentida. ¿La hay? ¿No la hay? Por si acaso, la OCDE llama la atención sobre la misma (*OECD warns on inflation* titulaba el *Wall Street Journal* del 6 de abril. La organización con sede en Paris diagnosticaba un incremento de los precios del 2,3 por ciento para el año en curso, subrayando el posible impacto del incremento —éste real, no discutido— de los precios de las primeras materias.

El mismo *Journal*, y en la misma fecha, bajo el título *The tiranny of inflation expectations* decía: «Una de las principales razones para desear que los bancos centrales sean independientes es que la política monetaria sea inmune a la opinión pública. De ahí que resulte chocante que uno de los indicadores económicos más intensamente observados por las autoridades del Banco de Inglaterra sea el que resulta de las frecuentes y regulares encuestas públicas que el banco lleva a cabo sobre las expectativas inflacionistas.

Sea como fuere, resulta evidente que el Banco Central Europeo, con su presidente Jean-Claude Trichet al frente, ha creído oportuno que debía llamarse la atención sobre el peligro inflacionista, procediendo, el día 7 de abril, a incrementar el tipo de interés director subiéndolo —sólo, de momento— del 1 al 1,25 por ciento.

La información económica en la prensa internacional

Sumario

Finding just right rules for «too big to fail»	70
Why the world needs three global currencies	70
Can Chinese Yuan replace the dollar?	70
Why the dollar's reign is near an end	71
Can Angela Merkel hold Europe together?	71
La zone euro survivra	72
Merkel's great gamble on euro crisis	72
As upheavals unfurl globally, Europe pursues a rate increase	72
La conversion d'Angela Merkel en faveur d'une sortie du nucléaire	73
Euro nations agree on fund	73
Trichet holds to strategy on interest rate increase	73
La pression des marchés sur l'Espagne s'est un peu allégée	74
Neighbor's woes turn a spotlight on Spain	74
Job growth offers hope that US is recovering	75
Obama energy vision	75
ECB expected to lead the way in rising rates	76
Spain on track as Zapatero bows out	76
Après deux ans de crise, les grecs supportent de moins en moins les affaits de l'austérité	76
Euro: Une faute partagée	77
Zone euro. ¿Le remède va-t-il tuer le malade? Des pistes pour une autre politique européenne	77
Euro: Jean-Claude Trichet ou l'art de l'anesthésie	78
Trichet sends cautious signals after ECB raises interest rates	79

Steven M. Davidoff, en *International Herald Tribune* de 16/2: (*Finding just right rules for «too big to fail»*)

El lema *too big to fail* (demasiado grande para dejar que quiebre o fracase) sometido a la burocracia reguladora. Ahora bien: ¿Qué firmas financieras son tan grandes que no se deben dejar hundir?

La ley Dodd-Frank sobre la regulación bancaria, no puso fin a dicho lema. A pesar de las advertencias de numerosos economistas, el Congreso no ordenó que dejen de existir los grandes bancos, según parece por entender que una economía de 14 billones de dólares necesita disponer de grandes entidades bancarias.

La ley Dodd-Frank, en cambio, estableció unos principios para dicho tipo de entidades: éstas deben ser identificables e identificadas como tales y sometidas a una regulación especial.

Bancos con unos activos que excedan los 50 mil millones de dólares, como es el caso de Bank of America y los antiguos bancos de inversión Goldman Sachs y Morgan Stanley entran automáticamente en tal categoría.

Pero la experiencia de American International muestra que no son sólo bancos las entidades que pueden ser incluidas sistemáticamente en tal categoría.

El Financial Stability Oversight Board, entidad creada por aquella ley para supervisar los riesgos sistemáticos, dio a conocer el mes de enero último unas normas para definir instituciones sistemáticamente significativas. La categoría *too big to fail* se otorgará sobre la base de factores como la dimensión de la entidad, su *leverage* y posibles conexiones. En realidad, tales entidades se han de identificar con sólo mirarlas (*you know one as you see it*). Sea como fuere, los casos de entidades clasificadas como *too big to fail* han de ser muy delicados. La primera preocupación es que la próxima crisis puede muy bien ser distinta de la anterior y que los argumentos y las armas utilizadas para combatirla no respondan a las nuevas necesidades. En otras palabras, puede darse el caso que las entidades que sufran la nueva crisis no sean las que figuran en la lista de la denominadas *too big to fail*.

[…]

Fred Bergsten[1], en *Financial Times* de 16/2: (*Why the world needs three global currencies*)

Muchos países han considerado desde hace tiempo que el papel preeminente ejercido en el mundo por el dólar ha supuesto un privilegio exorbitante para Estados Unidos. Pero ocurre que tal privilegio ha llegado a ser una carga. Ya es hora de que Norteamérica entienda, empiece a concebir y colabore en la creación de una era en la que varias monedas compitan con la suya propia.

Visto desde el extranjero, el dólar proporciona financiamiento automático para los desequilibrios exteriores de Estados Unidos, lo que permite a este país vivir mejor de lo que sus medios le permitirían. En el interior, se comprende que los políticos norteamericanos aprovechen esta situación para evadir una disciplina necesaria. Pero dicha presión ejercida desde el extranjero puede resultar constructiva en la promoción del necesario reajuste.

La caída libre del dólar a finales de 1970 obligó a Estados Unidos a contraer la política monetaria y a enfrentarse con sus déficits presupuestarios, empezando la corrección de una inflación de dos dígitos.

A mediados de los años 1980, grandes déficits por cuenta corriente y una fuerte caída del dólar contribuyeron a producir recortes iniciales de los déficits presupuestarios. Y lo que es más importante, el *crash* reciente se produjo después que desequilibrios record hubieran dado lugar a grandes entradas de capital en Norteamérica, manteniendo laxas las condiciones monetarias y bajos los tipos de interés.

El actual sistema tiene otras debilidades.

[…]

El dólar ha sido la moneda dominante en el mundo durante un siglo, simplemente, porque no tuvo rival. El euro hizo que esto cambiara. La «coordinada austeridad fiscal» y la probable emisión de auténticos eurobonos sugiere que puede restaurar muy bien su atractivo en los próximos años, especialmente si Estados Unidos consigue sus enormes déficits presupuestarios.

La parte de reservas exteriores expresada en dólares ha bajado en la pasada década, quedando reducida al 60 por ciento. La parte del euro, en cambio, se ha incrementado hasta superar el 25 por ciento. La expansión de China, por otro lado, supone que el renminbi alcanzará la plena convertibilidad y dejará de estar protegido por los presentes controles. En otras palabras, el sistema monetario internacional está siendo bipolar, y puede que sea pronto tripolar.

[…]

Shen Hong, en *The Wall Street Journal* de 2/3: (*Can Chinese Yuan replace the dollar?*)

Se halla muy difundida la idea según la cual la economía de China superará a la de Estados Unidos probablemente dentro de las dos próximas décadas.

Sin embargo, no es nada probable que el yuan ocupe el pedestal del dólar en un futuro previsible.

Hace falta algo más que poderío económico para que un país sitúe su moneda en lugares preeminentes del mercado y en los sótanos de los bancos centrales de todo el mundo, asumiendo el estatus alcanzado por el dólar y por el euro en materia de pagos

[1] Fred Bergsten es el director general del Peterson Institute for International Economics, de Washigton DC.

internacionales y de reservas de divisas. Para llegar a esa situación, una moneda ha de contar con algo que la China no posee y que no le será fácil conseguir: el respeto de su legalidad y estabilidad política.

Mientras la corrupción constituya la regla y la diferencia entre ricos y pobres siga aumentando, la inestabilidad social constituirá una amenaza y un peligro. Un sistema político que garantice auténtica solidez es también condición esencial. Para que los bancos centrales del planeta atesoren el yuan durante meses y años, Pekín deberá haber establecido firmemente un sistema democrático convincente. Algo, políticamente, que asegure para el país un futuro estable y fácilmente predictible.

Como resultado de todo ello, cuestiones acerca el futuro del yuan dependen en gran medida de factores tan elementales como, v.g., de la celebración repetida y seria de elecciones democráticas, es decir, libres.

Sea como fuere, está claro que China está estableciendo los fundamentos que han de acreditar su moneda como divisa de reserva.

Así, desde 2009, los exportadores chinos de 20 regiones empezaron a liquidar transacciones comerciales en yuan. Por lo que se refiere a importaciones, las liquidadas en yuan son menos del 1 por ciento del total, si bien se espera que haya aumentado al 20 por ciento en 2015, según un informe del Standard Chartered Bank.

[…]

Tom Lauricella, en *The Wall Street Journal* de 2/3: (*Why the dollar's reign is near an end*)

Durante décadas, el dólar ha servido como principal moneda de reserva del mundo, pero según Barry Eichengreen, pronto tendrá que compartir ese papel. He ahí porqué y qué significará para los mercados internacionales y para las empresas[1].

El factor más sorprendente de la actividad cambiaria mundial no es el elevado volumen de transacciones que se realizan sino el incremento fabuloso que ha tenido lugar. Tampoco lo es la volatilidad de los tipos de cambio de las divisas. Lo más sorprendente es la generalidad que ha mantenido la centralidad del dólar. Se puede decir, así, que el mercado cambiario es dólar-céntrico.

He ahí un ejemplo que merece consideración. Cuando un comerciante de vinos al por mayor desea importar cabernet de Chile, el importador coreano compra dólares de Estados Unidos, no pesos, con los cuáles pagará al exportador chileno. En realidad, el dólar es virtualmente el vehículo exclusivo en las transacciones entre países, en este caso entre Corea y Chile, a pesar de la circunstancia de que menos del 20 por ciento del comercio de mercancías de cuantos países tenga algo que ver con EE.UU.

Chile y Corea no constituyen una anomalía. Las transacciones en dólares suponen el 85 por ciento de las transacciones internacionales. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) establece el precio del crudo en dólares. Por otro lado, más del 60 por ciento de las reservas exteriores de los bancos centrales del mundo se formalizan en dólares.

El billete verde, por consiguiente, no es sólo la moneda de Estados Unidos. Es la moneda de todo el mundo.

Pero por sorprendente que esto pueda parecer, toda vía lo es más que ese estado de cosas va a desaparecer.

Puede así preverse que en los próximos diez años vamos a presenciar un profundo cambio, en el curso del cual varias monedas competirán por dominar los mercados. El impacto de esta alteración será profundo, con implicaciones, entre otras cosas, en la estabilidad de los cambios y de los mercados financieros, en la facilidad (*the ease*), o a la inversa, con que Norteamérica podrá financiar déficits presupuestarios y por cuenta corriente, y en llevar o no a cabo una política *de benign neglect* por lo que al dólar se refiere.

¿Cómo puede producirse esto? ¿Cómo puede suceder que una moneda como el dólar que ha ocupado un lugar de privilegio en el escenario económico mundial se vea discutida y postergada?

Para entender el futuro del dólar es importante comprender, en primer lugar, su pasado, y a continuación conocer cómo llegó a ser tan dominante.

[…]

The Economist de 12/3. Editorial: (*Can Angela Merkel hold Europe together?)*

La cancillera de Alemania, Angela Merkel, tiene el futuro de Europa en sus manos. Como mayor país acreedor, Alemania dispone de la llave que puede resolver la crisis de la deuda de la zona euro. Como gigante económico del continente, Alemania es el mayor determinante de la dirección que adopte la Unión Europea. Europa, en efecto, puede embarcarse en una senda que le desvíe del liberalismo económico, provocando una división que puede dar lugar a la salida de la Gran Bretaña.

Bien que dotada de considerables cualidades como política, Merkel parece a veces que no tiene una visión definida de lo que haya de ser el futuro europeo.

El temor de que la moneda única pudiera dividir a Europa tiene una larga historia y ha sido puesto de manifiesto por lo menos desde el Tratado de Maastricht en 1992.

[1] Barry Eichengreen es profesor de Economía y Ciencias Políticas de la Universidad de Berkeley, California. Su nuevo libro se titula *Exhorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*.

Últimamente tales temores pueden haberse actualizado con ocasión de la celebración de una o más reuniones en la cumbre en las que las asistentes fueran sólo los líderes de los países de la eurozona.

Como esto podría conducir a una acentuación de las perspectivas divisorias, *The Economist* cree oportuno salir al paso llamando discretamente la atención, con un editorial de cabecera sobre tal fenómeno.

Como político más poderoso de Europa, a Merkel le corresponde dejar claro que una reunión como la citada es algo que sucede sólo una vez (*a one off emergency summit*) y no el principio de algo más permanente, y más dañino.

[…]

Martin Wolf, en *Le Monde* de 15/3: (*La zone euro survivra)*

El 16 de diciembre de 2010, en Bruselas, los jefes de Estado y de gobierno europeos declararon solemnemente que estaban dispuestos a hacer todo lo necesario para proteger la zona euro. Incluso en el caso que deba conocer nuevas dificultades, la unión monetaria tiene todas las posibilidades de sobrevivir.

He ahí tres argumentos para esta convicción. En primer término, la zona euro se apoya sobre un compromiso político fuerte. En segundo lugar, los intereses a largo plazo de los países miembros van unidos a su supervivencia. Finalmente, sus miembros disponen de los medios para hacerla perdurar. En otras palabras, la voluntad y los recursos que han de permitir mantener a flote esa experiencia de moneda única en el Viejo Continente han sido comprobados (*avérées*).

Eso es lo que demuestra un informe reciente —*Europe fonctionnera*— publicado por Nomura Global Economics, realizado bajo la dirección de John Llevelyn y Peter Wesaway. El texto recuerda que la zona euro es el resultado de un proceso de integración que se inició al término de la Segunda Guerra Mundial.

Incluso si se considera que el recuerdo de la guerra se ha difuminado, la «idea» europea sigue siendo un proyecto existencial para los dirigentes actuales. Por otra parte, la hipótesis según la cual la integración económica daría lugar a poderosos intereses a favor de su perpetuación tiene numerosos defensores. En fin, las consecuencias de una desagregación, incluso parcial, de la zona euro serían ciertas y espantosas.

He ahí porqué, incluso si aquellos que estigmatizan el comportamiento desenvuelto de ciertos países miembros abundan en Alemania, la élite sigue consciente de los peligros del aislamiento y de las ventajas que el proyecto europeo ha proporcionado a los países en sus relaciones con los demás. Por lo que se refiere a los dirigentes de los países con algunas dificultades, temen el estatuto de excluidos en el que se verían si se salieran de la euro zona.

Esto no significa que no se produzca alguna ruptura.

[…]

Steven Erlanger, en *International Herald Tribune* de 15/3: (*Merkel's great gamble on euro crisis*)

Angela Merkel, la cancillera alemana, decidió que ya había tenido bastante. Bastante de verse obligada a acudir a altas horas de la noche a reuniones de urgencia para poner dinero y garantías financieras sobre la mesa. Bastante de ser criticada por reaccionar demasiado lentamente, demasiado cautelosamente, demasiado suavemente. Y, sobre todo, bastante de verse sorprendida entre las peticiones a favor de la solidaridad europea y su exigente público que la acusa de tirar el dinero en misiones imposibles.

Ahora bien. Sí, el euro debe ser salvado y se debe encontrar solución a los desequilibrios de la zona euro, Alemania ha de ser considerada como el prestamista de última instancia. Pero para ello Alemania debe fijar un precio.

Una reunión de los líderes de los 17 países de la zona euro los próximos días, en Bruselas, constituirá un indicador clave de si Alemania y Merkel han de seguir adelante en este tipo de cuestiones. Esa reunión preparará el terreno para una cumbre con todas las de la ley que debe celebrarse hacia finales de marzo, y en la que se supone se hallará una solución a largo plazo a la crisis de la deuda.

Si se conseguirá o no dependerá de varios factores, entre ellos la vulnerabilidad de numerosos bancos europeos y de las perspectivas de reestructuración de la deuda de los países miembros más débiles.

[…]

Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 17/3: (*As upheavals unfurl globally, Europe pursues a rate increase*)

Reactores nucleares en Japón lanzan radiaciones, un tsunami mata a miles de personas y destruye regiones costeras enteras, temblores políticos siguen teniendo lugar en el Oriente Medio, etc. ¿Es este un buen momento para elevar el tipo de interés?

Esto es lo que, según parece, pretende llevar a cabo el Banco Central Europeo cuando su consejo se reúna el próximo 7 abril. Nada parece haberle disuadido en contra, tan convencido parece estar Trichet de que la inflación constituye hoy un peligro grave. Así, los analistas prevén un incremento del tipo de 0,25 puntos porcentuales dentro de pocos días, medida que sería seguida de otras similares hasta alcanzar el 2 por ciento a finales de año o a principios de 2012. El tipo de referencia, en la actualidad, es del 1 por ciento.

Un incremento del tipo elevará el coste de la deuda para los países de la periferia de la eurozona, en unos momentos en que

la venta de bonos ya les resulta sumamente gravosa. También aumentarían los pagos para los que están haciendo frente a obligaciones por cuenta de hipotecas. Encuestas de consumidores dan respuestas según las cuáles las cosas no mejoran, ha dicho un profesor de economía del Graduate Institute de Ginebra: «la gente se siente amenazada».

Como de costumbre Jean-Claude Trichet ha dejado abiertas sus opiniones. Un incremento del tipo de interés «no es seguro, pero es posible», dijo el 3 de marzo el presidente del BCE.

[…]

La cuestión principal puede que sea, no lo que el banco haga en abril sino lo que haga en los meses que sigan. El profesor Ch. Wyplosz, del citado Instituto de Ginebra, subrayó que el incremento del tipo un cuarto de punto puede que no tenga graves consecuencias, pero si podría tenerlas que una serie de incrementos de esa naturaleza se fuera decidiendo a lo largo de 2011. En tal caso, el crecimiento en Europa podría verse gravemente afectado.

[…]

Frédéric Lemaître, en *Le Monde* de 20/3: (*La conversion d'Angela Merkel en faveur d'une sortie du nucléaire)*

¿Puede Alemania salir de la nuclearización? ¿Lo desea realmente? Hasta el presente, la situación era simple. La izquierda respondía afirmativamente. La derecha lo hacía negativamente. En 2002, Gerhard Schröder, al frente de una coactiva SPD (Partido social demócrata)–Verdes, tomó una decisión histórica: Todos los reactores debían dejar de funcionar después de treinta y dos años de actividad, tras lo cual no podría construir ninguna nueva central nuclear. Esto equivalía a organizar una salida de la nuclearización en 2022. La derecha consideró que esto era imposible, y la mayoría de los alemanes pareció opinar lo mismo.

La salida de la nuclearización figuró en el programa electoral de la coalición conservadora que ganó las elecciones de septiembre de 2009. Un año más tarde, Merkel decide prolongar la actividad de las 17 centrales atómicas del país una media de doce años. Pero he ahí que la catástrofe de Fukushima y el incremento del voto verde en unos comicios del 23 de marzo obligan a replantear la cuestión.

Sea como fuere, ese replanteamiento conduce a la adopción en Alemania de posiciones más negativas sobre la energía nuclear, hasta el punto de multiplicar los interrogantes sobre la cuestión.

¿Y el resto de Europa, qué? Se puede pensar que Alemania podría inclinarse definitivamente en contra de la energía atómica. Si éste fuera el caso, no sería de extrañar la aparición de delicadas tensiones entre Alemania y Francia, como mínimo.

[…]

Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 22/3: (*Euro nations agree on fund*)

Según declaraciones del ministro de Hacienda alemán, los 17 países que utilizan el euro como moneda se han puesto de acuerdo sobre la financiación por la eurozona del futuro fondo de rescates del bloque, así como sobre la ligera reducción de las contribuciones de los países más pobres al mismo.

El ministro Wolfgang Schäuble, en efecto, dijo el lunes que los países de la eurozona contribuirían a la base del Fondo Europeo de Estabilidad Económica con 80 m.m. de euros, proporcionando asimismo eventualmente 620 m.m. en concepto de *callable capital*, suma ésta que debe ser hecha efectiva si un país debe ser objeto de rescate si se ve incapaz de pagar su deuda.

Este mecanismo —conocido con el nombre de European Financial Stability Facility— y que será efectivo a mediados de 2013, supondrá la posibilidad de disponer de 500 m.m. para el expresado fin. En la actualidad, tal Fondo puede prestar hasta 440 m.m.

Schäuble dijo también que la fórmula para calcular la contribución de cada país será cambiada con el fin de dar al PIB más peso que a la cifra de población, con lo que se rebajará la carga de los países con menos recursos.

Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 22/3: (*Trichet holds to strategy on interest rate increase*)

Cualquier esperanza en que los eventos de Japón iban a desaconsejar la subida del tipo de interés de la zona euro el próximo mes debe ser abandonada después de que Jean-Claude Trichet les dijera a los miembros del Parlamento europeo que «la inflación en la euro área sigue subiendo».

En efecto, Trichet, dirigiéndose al Comité de asuntos económicos y monetarios de la cámara, se refirió a «los trágicos eventos que han tenido lugar en Japón, con la pérdida deplorable de vidas humanas y sus potenciales implicaciones económicas y financieras», tras las cuáles nada tenía que añadir a lo que había dicho en febrero sobre la previsión del incremento del tipo de interés director durante la reunión que el consejo del Banco Central Europeo iba a celebrar el 7 de abril.

Insistiendo en el mismo sentido, Trichet manifestó que estaba determinado a impedir la subida de los precios del petróleo y de otras primeras materias, así como los de los salarios. Por cierto que los críticos con los propósitos de Trichet han hecho saber que, su juicio, un incremento del tipo de interés es innecesario cuando la inflación es principalmente el resultado de una subida de los precios del petróleo importado.

«La subida de los precios del crudo supone un mayor riesgo de subida equivocada del tipo de interés contra una inflación que no existe», ha dicho el primer economista de High Frequency Economics en Valhalla, New York.

Sin embargo, la posición de Trichet se vio reforzada por otros miembros del Consejo del Banco Central Europeo, incluido Mario Draghi, gobernador del Banco de Italia, uno de los principales candidatos a la sucesión de Trichet al frente del Banco Central Europeo cuando se produzca el cese de éste el próximo mes de octubre.

Marie de Vergès, en *Le Monde* de 26/3: (*La pression des marchés sur l'Espagne s'est un peu allégée)*

Es la situación que hace temblar a las autoridades europeas: que España se contagie de la crisis portuguesa. España, cuarta economía de la zona euro, ¿será el siguiente país en crisis tras Grecia, Irlanda y Portugal?

«Espero que si Portugal se ve obligado a acudir a la ayuda europea, esto no suponga que España haya de seguirle necesariamente, como si se tratara de un estúpido juego de dominó», así se expresó días atrás el luxemburgués Jean-Claude Junker, jefe de fila de los ministros de Hacienda de la zona euro.

En efecto, la economía española pesa casi el doble de las de Grecia, Irlanda y Portugal juntos. De resultar ciertas algunas opiniones distintas, Italia, e incluso Francia, podrían también sentirse amenazadas. «España es el "cerrojo" (*verrou*) de la zona euro», ha sentenciado un economista del Deutsche Bank. «Afortunadamente, contrariamente a lo que podía pensarse seis meses atrás, los mercados no asocian España sistemáticamente a Portugal».

Ese «viraje» se debe, según el mismo economista, a los esfuerzos del gobierno español, el cual, en la primavera, hizo su *agiornamiento* optando por una política financiera muy estricta y creíble».

Después de haber vacilado largamente hasta el punto de haber sido llamado al orden por el presidente norteamericano Barak Obama, Madrid adoptó una larga serie de medidas —jubilaciones, mercado de trabajo, disminución de los salarios de los funcionarios, recortes del gasto público, incremento del IVA— que permiten sanear las cuentas públicas. De tal forma que mientras Lisboa se las ve y se las desea para mejorar el gasto, el déficit presupuestario español ha pasado del 11,2 por ciento del PIB en 2009 al 9,2 por ciento en 2010. Por lo que se refiere a la deuda pública, la de España es muy inferior a la media europea, y muy por debajo del 80 por ciento del PIB de Portugal.

Señal de una recuperación de la confianza en España de la comunidad financiera, las últimas emisiones de obligaciones se han vendida bien, con tipos de interés a la baja y una fuerte demanda por parte de los inversores.

«En principio, España debería pasar la nueva etapa de tirantez sin mayores daños», ha dicho un analista de BNP Paribas.

Sin embargo, la mejora es frágil, y sigue habiendo áreas de sombra, empezando por el mal estado del sector bancario español. A juicio de los expertos, las necesidades de recapitalización son todavía subestimadas. Muy afectados por la crisis del mercado inmobiliario, los bancos españoles podrían necesitar entre 70 y 80 mil millones de euros, según estimaciones diversas de analistas.

Otros puntos negros son un crecimiento débil y un paro que se resiste a mejorar.

Marcus Walker y Jonathan House, en *World Street Journal* de 25-27/3: (*Neighbour's woes turn a spotlight on Spain)*

La admisión por Portugal de que probablemente necesitará un rescate financiero plantea la cuestión que conformará la salida de la crisis de la deuda de la eurozona: ¿Es España el siguiente?

El coste del rescate de España, una economía de 1,1 billones de euros (1,56 billones de dólares) dejaría insignificantes los rescates precedentes y pondría a prueba la fortaleza financiera de Europa en su conjunto.

Pero si España puede seguir superando la confianza de los inversores, como lo ha hecho en las recientes semanas, Europa puede poner fin a la crisis de la deuda, limitándola a tres países —Grecia, Irlanda y Portugalg— cuyas economías, juntas, suponen la mitad de la de España.

El sector bancario de España sigue siendo una preocupación mayor. El Investor Service de Moody redujo el pasado jueves la clasificación crediticia de 30 entidades prestamistas españolas, lo que da idea de la fragilidad del sector. Otros puntos débiles de España incluyen un importante déficit presupuestario, el originado por el estallido de la burbuja inmobiliaria, y el débil crecimiento.

Pero a pesar de las persistentes estrecheces, los mercados financieros se han mostrado más confiados, en el sentido de que España no necesitará ser rescatada. Incluso las pesimistas proyecciones de debilidades bancarias no parecen amenazar la solvencia del país, tras las medidas adoptadas por el gobierno en materias tales como el presupuesto, los bancos y el mercado laboral. Por otra parte, la economía se ha mostrado más resistente de lo que se podía esperar.

Los bonos y las acciones de España, incluidas, de éstas, las de los bancos, subieron el martes, a pesar de las descalificaciones y de las preocupaciones ante la posibilidad de que los prestamistas españoles pudieran verse afectados por la creciente crisis del vecino Portugal.

Los costes españoles de la deuda se han estabilizado e incluso han bajado algo en los meses más recientes, mientras que los inversores han seguido subiendo el coste de las emisiones de los otros tres países afectados por la crisis. «Cada día más, los inversores han estado marcando las diferencias entre los tres y España», ha dicho un economista de Barclay's Capital de Londres.

Las autoridades monetarias de Europa y de Estados Unidos han creído desde tiempo atrás que España sería el campo de ba-

talla crucial en la lucha para prevenir un colapso de la confianza de los acreedores en los países más débiles del bloque euro.

El año pasado, las autoridades norteamericanas llagaron a pensar que la crisis podía agravarse hasta llegar a ser incontrolable, hasta afectar muy negativamente a la economía global. Este temor ha sido superado, les dijo el presidente de la Reserva Federal de Dallas, Richard Fisher, a los reporteros en Berlín el pasado miércoles, después de elogiar la *corrective surgery* de España en sus bancos y demás entidades financieras.

[…]

España no ha superado aún todos sus problemas (*isn't out of the woods*), «pero el mercado teme menos una situación peor que la contemplada hace varios meses», ha dicho un economista de la firma consultora Capital Economics, de Londres.

[…]

Michel Powell, en *International Herald Tribune* de 2-3/4: (*Job growth offers hope that US is recovering*)

La economía norteamericana mostró señales de saludable mejora en marzo, según cifras del Labour Department dadas a conocer el viernes. Los datos se refieren a la vuelta al trabajo de 216.000 personas y a la reducción de la cifra de parados al 8,8 por ciento.

Otros datos de la economía confirman la mejora, y así lo han expresado el presidente y otros líderes demócratas, que celebraron la efectividad de la política expansionista del gobierno. Curándose en salud, sin embargo, Obama subrayó que no cabe confiarse y que se debe persistir en el esfuerzo. La subsecretaria de Trabajo, Hilda L. Solis, por su parte, comentó que desde el mínimo de febrero de 2010, el empleo del sector privado se ha incrementado en 1,8 millones. *The bottom line*, es decir, el resultado, está ahí: «Las políticas y los programas de la administración funcionan».

Otras informaciones, transmitidas por Associated Press procedentes de otros países occidentales ofrecen datos igualmente positivos. Así, el paro en los 17 países de la euro zona cayó también por debajo del 10 por ciento en febrero, señal de que la región proseguía la recuperación, a pesar de los problemas que afectan a algunos países de la misma.

Eurostat, la agencia de estadística de la Unión Europea, ha hecho saber que el desempleo bajó 77.000 asalariados en febrero, con lo que el porcentaje del paro se situó por debajo del 9 por ciento, frente al 10 por ciento en enero.

Sin embargo, el mercado de trabajo siguió siendo inhospitable para los desempleados, ha dicho un economista del liberal Economic Policy Institute: «Todavía tenemos cinco parados para cualquier empleo que se anuncie. Los tiempos siguen siendo desesperados». Por otra parte, la duración de la semana laboral sigue siendo de 34,3 horas, por lo que las ganancias salariales medias siguen sin variación. Los ingresos reales, según la Brookings Institution, cayeron un 1,1 por ciento el año pasado en Estados Unidos.

La tasa de desempleo de los negros y de los hispanos de Norteamérica permanece elevada, en 15,5 y 11,3 por ciento, respectivamente. En 2007, es decir, con anterioridad a la crisis financiera, el paro para los negros se mantuvo alrededor del 8,3 por ciento, y en el 5,6 por ciento para los hispanos.

¿Seguirá expandiéndose el empleo en Estados Unidos —supongamos 300.000 cada mes— durante la primavera, y con el suficiente vigor para que la cifra de paro se vea seriamente reducida? Si la economía admite 200.000 asalariados mensuales, el empleo no alcanzará el nivel de antes de la crisis financiera hasta 2019.

Una gran parte de la recuperación del empleo en Europa, por otra parte, se ha producido en Alemania, la locomotora del Viejo C ontinente. Su tasa de paro bajó al 6,3 por ciento en febrero, frente a 6,5 en enero.

Aunque la mejora del paro en Europa es una realidad, las cifras son débiles y existen razones para no ser en exceso optimistas. Los vientos de frente siguen siendo preocupantes.

[…]

International Herald Tribune y New York Times de 2-3/4. Editorial: (*Obama energy vision)*

Fue instructivo, y, a la vez, depresivo, esta semana, contemplar cómo el presidente Obama y los Republicanos del Congresos marchaban en direcciones diferentes en materia de energías. Obama nos recordó que diseñar un futuro energético limpio no es una quimera (*pipe dreams*), y que Estados Unidos puede reducir su dependencia del crudo extranjero. Los Republicanos nos recordaron cuán difícil será alcanzarlo.

La conclusión depende en no pequeña medida de lo que Obama está dispuesto a luchar por sus políticas. Como demostró una vez más en un discurso el miércoles, no le resulta difícil articular posiciones relacionadas con la energía. Lo que ignora es cuál es su predisposición a combatir hasta conseguir lo que se propone. Esta vez puede ser diferente.

Obama condenó la dependencia nacional del petróleo extranjero. También dijo que un país con sólo el 2 por ciento de las reservas mundiales no puede en ningún caso disponer de crudo hasta la autosuficiencia. A continuación ofreció una estrategia dirigida a reducir las importaciones de petróleo en una tercera parte en 2025, en parte incrementando la producción interior, pero sobre todo produciendo vehículos de menor consumo y comercializando la producción de biofuels.

[…]

Estos son objetivos que pueden alcanzarse. Pero ninguno de ellos se logrará si los Republicanos que mandan en su propio partido tienen las de ganar. Pero resulta que una nota sin duda positiva sonó cuando un grupo bipartisano sonó el martes por boca de Kent Conrad, Demócrata por North Dacota, y Saxby Chambliss, Republicano de Georgia (el grupo es lo que queda del llamado *Gang of 10* que intentó poner en marcha una estrategia sensible sobre energía durante la histeria del *drill, baby, drill* durante la campaña presidencial.

El grupo fracasó entonces, pero el discurso de Obama parece haber inspirado una reunión que el presidente debería estimular.

[…]

Neil Dennis, en *Financial Times* de 4/4: (*ECB expected to lead the way in rising rates*)

El Banco Central Europeo, el jueves, día 7, se espera que sea el primero de los tres mayores bancos centrales que aumente los tipos de interés. Lo mismo ha anunciado también, esta semana, el Bank of England y el Reserve Bank of Australia.

Si bien se reúne asimismo estos días el Banco de Japón, no se espera que dé cuenta de otros compromisos que no sean los de seguir inyectando liquidez en su sector bancario.

El Banco Central Europeo anunció tras la reunión de su comité de política monetaria del mes pasado que vigilaba estrechamente la inflación, con lo que preparaba el terreno para proceder a un incremento de 25 puntos básicos de su tipo principal con ocasión de su siguiente reunión, el 7 de abril, por lo que el tipo director, así, se situaría en 1,25 por ciento. Los datos que se han conocido des de aquella reunión de marzo no han hecho más que reforzar la probabilidad de tal aumento, con lo que han aumentado las expectativas de que la subida de los tipos tenga también lugar en otros países, en la medida en que la inflación fue en éstos del 2,6 por ciento en marzo.

En el presente hay tres miembros —de un total de nueve— del comité de política monetaria del Banco de Inglaterra, que se han pronunciado a favor de una subida del tipo base entre 25 pb y el 0,5 por ciento, pero no parece que la evolución de la inflación aconseje tal subida.

[…]

Financial Times de 5/4. Editorial: (*Spain on track as Zapatero bows out*)

La valiente labor iniciada por el primer ministro debe continuar.

Cuando los negros nubarrones reaparecen en el cielo de la eurozona en forma de un probable rescate de Portugal, un espacio brillante lo constituye el mejorado estado de la economía y de las finanzas de España.

Gracias al valiente recorte del déficit y a las reformas estructurales, España ha dejado de ser percibida por los mercados financieros como una insignificante pieza de dominó condenada a seguir a Grecia, Irlanda y Portugal en el camino hacia el Fondo Monetario Internacional y hacia la Unión Europea.

La parte del león del crédito corresponde a José Luis Rodríguez Zapatero, el primer ministro socialista, quien hizo saber el pasado fin de semana que no será candidato en las elecciones que en de marzo de 2012 podrían llevarle a ocupar por tercera vez el puesto de jefe del gobierno de España.

Lejos de inyectar incertidumbre en las perspectivas políticas de su país, con el riesgo de que éste se viera situado profundamente en medio de la crisis de la deuda de la eurozona, el anuncio de Zapatero tiene el aspecto de un paso inteligente. Con nada que perder excepto su reputación histórica y, por supuesto, en el momento justo, después de que la debacle griega estallara el año pasado.

En cualquier caso, sus camaradas socialistas y la opinión conservadora del Partido Popular necesitarán mostrar sentido de la responsabilidad para el futuro de España en los próximos meses. Los socialistas deben resistir la tentación de sacar ventaja electoral distanciándose de la austeridad fiscal de Zapatero y de las reformas del mercado laboral. Por su parte, la oposición no debería intentar forzarle a dejar el cargo prematuramente, derribando a su gobierno minoritario en una votación parlamentaria. Tal acción podría revivir ansiedades de mercado (*market anxieties*) y echar por los suelos los éxitos de España difícilmente obtenidos.

Porque el caso es que España no se halla fuera de todo peligro. El paro se mantiene por encima del 20 por ciento de la masa laboral, el mayor de la Unión Europea. El desempleo entre los jóvenes de menos de 25 años es de un espeluznante 43,5 por ciento. Los esfuerzos del gobierno central en lo fiscal están siendo discutidos con indisciplina en autonomías como Cataluña y Valencia. Los bancos del sector público del país requieren recapitalización y reestructuración, en un proceso nada fácil: la semana pasada una importante fusión de cuatro cajas de ahorro se vio frustrada. Finalmente, los bancos españoles están expuestos con amplias sumas en Portugal, por un valor de 108,6 m.m. en septiembre último.

Habiendo sufrido la peor crisis económica desde el fin del franquismo, en los años 1970, los españoles parecen poco inclinados a reelegir al partido socialista. Con el paso del tiempo, sin embargo, puede que consigan valorar como es debido los servicios prestados por Zapatero a su país en una hora de grave necesidad.

Alain Sales, en *Le Monde* de 5/4: (*Après deux ans de crise, les grecs supportent de moins en moins les effaits de l'austérité*)

¿Cuánto tiempo resistirán? Tras cerca de dos años, Grecia está en crisis, una crisis dura, que ha obligado al país a pedir presta-

dos 110 m. m. de euros al FMI y a la UE para evitar la suspensión de pagos (*la faillite*). En contrapartida, el gobierno socialista de George Papandréou debe llevar a cabo una política de rigor sin equivalente para reducir el gasto del Estado. El déficit se ha reducido al 9,4 por ciento del PIB, frente al 15,4 por ciento en 2009.

Pero el peso de la deuda sigue aumentando. El año 2011 será el tercero de recesión. Los salarios bajan, los impuestos aumentan, el paro crece (14,8 por 100 en 2010), el consumo se hunde, los créditos bancarios se limitan.

En una manifestación pública reciente, la pancarta que la presidía decía: «El pacto de competitividad y el memorándum nos empobrecen» (el memorándum es el documento firmado por el gobierno, el FMI y la UE, para dar oficialidad al plan de rigor).

[…]

«El plan de austeridad no puede dar resultados a corto plazo, pero no hay otra solución», ha dicho Aggelos Tsakanikas, responsable de estudios de la Fundación para la Investigación Económica e Industrial, un *think tank* económico de Atenas. El déficit público debe disminuir. El plan de privatización (*privatisation*), la apertura (*l'overture*) de las profesiones (abogados, notarios, farmacéuticos, ingenieros civiles) va a permitir la competencia, a promover el desarrollo… a condición de que esas reformas sean desarrolladas correctamente.

Los representantes de la troika (FMI, UE y BCE) volverán a Atenas en abril, para asegurarse de ello.

Martin Wolf, en *Le Monde Economie* de 5/4: (*Euro: Une faute partagée*)

Los dirigentes europeos, ¿han hecho lo necesario hasta el presente para poner de nuevo en marcha la zona euro con buen pie? Algunos avances (*avancées*) se han sin duda realizado. Pero otros serán necesarios, con seguridad, tanto en el plano intelectual como en el nivel institucional. Yo estoy persuadido de que nuevas crisis acelerarán las reformas. Pero no es en absoluto una certeza.

Se necesita solidaridad y disciplina para que Estados soberanos compartan una misma moneda. Cuanto más diferentes sean las economías implicadas y más divergentes sus logros (*performances*), más fuerte es la necesidad de solidaridad y menos es ésta susceptible de manifestarse. Pruebas ha habido de ello. Yo creí que una unión política más estrecha y una mayor flexibilidad económica serían necesarias para que la zona euro sobreviviera a largo plazo. Y que no sería más que en tiempos de crisis cuando se vería si las condiciones de sobrevivencia existían. La crisis actual, constituye, pues, una prueba.

Europa, subrayaba en un discurso reciente Lorenzo Bini Smaghi, miembro del directorio del Banco Central Europeo, evoluciona, se amplía, progresa en la vía de la integración. Sin embargo, esto no se desarrolla según un plan predefinido y convenido, sino como respuesta a los retos que va encontrando, los cuales son, en ciertos casos, susceptibles de poner en peligro la existencia misma de la Unión.

La respuesta dada a la crisis constituye un magnífico ejemplo de los peligros y de las ventajas que pueden esperarse de este enfoque. La crisis pilló a Europa desprovista. Algunos tenían conciencia de los riesgos que supondrían los enormes desequilibrios internos y los préstamos irresponsables a los países periféricos. Pocos fueron, en cambio, los que comprendieron que esos elementos iban acompañados del riesgo de confundirse con un desastre financiero mundial y de generar crisis conjugadas del sistema bancario, de la deuda soberana y de la competitividad en el seno de la zona euro.

Frente a esos peligros, los dirigentes innovaron de manera espectacular. En manos de un año aprobaron, en colaboración con el Fondo Monetario Internacional, un plan de salvación de Grecia de 110 m.m. de euros; crearon un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) dotado de 440 m.m. de euros; decidieron corregir el tratado de Lisboa para poder introducir un mecanismo permanente de rescate, enmendado el pacto de estabilidad y de crecimiento con el fin de fortalecer la disciplina financiera, y crearon un nuevo sistema de supervisión macroeconómica.

Alemania aceptó ideas que sus ciudadanos aborrecieron. Los países con dificultades aceptaron una autoridad que sus ciudadanos odian. Y el espectáculo continúa.

[…]

Como ha subrayado Christine Lagarde, la ministra de finanzas de Francia, «deben ser dos para bailar el tango». El tango europeo es diabólicamente complejo, pero el baile sigue, y seguirá en tanto en cuanto las parejas quieran seguir emparejadas.

Adrien de Tricornot, en *Le Monde Economie* de 5/4: (*Zone euro. ¿Le remède, va-t-il tuer le malade? Des pistes pour une autre politique européenne*)

Frente a la crisis de la deuda, el pacto para el euro impone esfuerzos crecientes de rigor presupuestario, social y salarial.

Unido todo ello a una moneda sobrevalorada, la austeridad amenaza con agravar la situación económica de los países frágiles.

La ironía de la historia se invitó a la cumbre del Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo. Éste debía poner un punto final a la desconfianza hacia las deudas soberanas de los países débiles de la zona euro. En el mismo momento, sin embargo, el gobierno portugués cayó tras el rechazo de un cuarto plan de austeridad por el Parlamento del país. La convocatoria automática de elecciones se produjo cuando el Estado debía refinanciar deuda por un importe de 7 m.m. de euros, con vencimiento en junio, con la particularidad de que el país rechaza la ayuda europea y la del Fondo Monetario Internacional.

A pesar de la poción amarga servida a sus ciudadanos, el déficit público de Portugal se incrementó en 2010, registrando un nivel del 8,6 por ciento de su PIB, en lugar del 7,3 por ciento prometido, por lo que se le crean nuevas necesidades de tesorería.

¿Qué hacer? El socorro financiero establecido para los países frágiles se verá perennizado por un mecanismo europeo de estabilidad (MES) permanente a partir de 2013. Irlanda, que anunció, el jueves 31 de marzo, que cuatro de sus bancos tenían necesidad de una nueva recapitalización de 24 m.m. de euros, podrá sacar (*puiser*) del sobre de 85 m.m. de euros de la financiación negociada en noviembre de 2010 con la Unión europea y el Fondo Monetario Internacional.

Pero el paquete europeo va acompañado de mayor rigor presupuestario y salarial —el pacto para el euro— con el fin de mejorar la competitividad. Además, el Banco Central Europeo se dispone a elevar sus tipos de interés el jueves, 7 de abril, lo que va a sostener el cambio del euro, ya sobrevalorado, lo que actuará contra el crecimiento.

La ecuación, más insoluble cada día que pasa, incita a reflexionar sobre un cambio de planes. ¿Ha elegido la zona euro la estrategia adecuada? Aprobada en Bruselas los días 24 y 25 de marzo, el esquema europeo sitúa en el tiempo (*étale*) el problema de la financiación de los países frágiles, con el objetivo de permitirles restablecer sus equilibrios presupuestarios y comerciales comprimiendo la demanda interna, el gasto público y el consumo. Por consiguiente, las importaciones.

Durante ese tiempo se les proporciona financiación a un tipo inferior al de los mercados financieros (4,2 por ciento para Grecia). Pierre Artus, economista de Natixis, en una nota de 24 de marzo, decía: «Al principio del próximo decenio, la casi totalidad de la deuda en poder de los inversores privados habrá sido reembolsada, y la casi totalidad de la deuda pública de los países con dificultades estará en manos de prestamistas públicos (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Fondo Monetario Internacional (FMI)…».

Pero el sistema es frágil, pues supone que la firma de Alemania, de Francia, de Holanda, de Austria o de Finlandia, que garantizan al FEEF, como después, en 2013, garantizarán al MES, sigue siendo excelente. Todo esto es «posible» si no se debe financiar más que las deudas de Portugal, de Grecia y de Irlanda, pero resultará más difícil y complicado si a esos países se les añaden España, Bélgica… «Y el montaje explotaría, con seguridad, si Francia perdiera un día su AAA».

Ahora bien, la dieta presupuestaria, social y salarial prevista para la zona euro, la llamarada de los precios de las primeras materias y la sobrevaloración del euro amenaza con dificultar el crecimiento. «Como se pone de manifiesto en Grecia, en Irlanda y en Gran Bretaña, el rigor aumenta el déficit público en vez de reducirlo. Y, por otra parte, el rigor no evitará la reestructuración de la deuda soberana de un país de la zona euro de aquí a 2014», previene Gaël Giraud, miembro de la Escuela de economía de París.

[…]

Permitir que los Estados se endeuden con el Banco Central Europeo, presionar al euro a la baja, tolerar una mayor inflación, exigir intercambios comerciales más equilibrados… He ahí unas pistas para otra política europea.

Le Monde de 9/4: Editorial. (*Euro: Jean-Claude Trichet ou l'art de l'anesthésie)*

Lo más notable de la contracción de la política monetaria europea, anunciada el pasado día 7 en Fráncfort, es la ausencia de reacciones que está suscitando. Por primera vez desde 2008, el Banco Central Europeo ha alterado una política del tipo de interés bajo. El banco ha aumentado su tipo de interés (el tipo al que el Banco Central Europeo presta a los bancos) en 25 puntos básicos, con lo que ha pasado del 1 al 1,25 por ciento.

En pocas palabras, el banco ha hecho saber que ha puesto fin con la política del crédito fácil iniciada al principio de la crisis financiera, en septiembre de 2008. Se trató entonces de evitar una crisis de liquidez, y de facilitar la recuperación de la actividad económica. En otros tiempos, la decisión anunciada por Jean-Claude Trichet habría provocado montañas de críticas. Los medios políticos y económicos están siempre dispuestos a denunciar cualquier encarecimiento del crédito. No esta vez. En el seno de la eurozona, ninguna crítica como si nadie se sintiera afectado.

Eso se debe, sin duda, a la maestría con la que el patrón del Banco Central Europeo preparó el terreno —y los espíritus— dando a entender por adelantado hace ya dos meses, que una decisión como ésta era de prever, confirmando la posibilidad un mes más tarde, antes de anunciarla el jueves. A lo largo de esos tres años de crisis, Trichet se ha ganado el respeto de la mayor parte de los dirigentes europeos, haciendo que confíen en él.

El patrón del Banco Central Europeo observa que la recuperación está ahí, aunque sea muy desigualmente repartida entre los 17 miembros de la unión monetaria. La recuperación llega acompañada de un poco de inflación: el 2,6 por ciento en marzo, cuando el objetivo del banco es menos del 2 por ciento. La primera misión de éste es garantizar la estabilidad de los precios. Hacía falta retocar un poco los tipos. Simplemente y sin sorpresas, como la llegada de la primavera.

Pero arriesgado. Por una parte, el crédito más caro va a pesar sobre los grandes enfermos de la zona euro: los países periféricos, Grecia, Irlanda y Portugal, que sufren ya lo indecible para reembolsar montañas de deuda pública y para vislumbrar una brizna de recuperación. La crisis del euro sigue ahí, como así lo recuerda la necesidad de venir, estos días en auxilio de Portugal.

Así, la decisión del Banco Central Europeo puede justificarse, tal vez, para los grandes países del bloque, y mucho menos para su periferia ilustre. He ahí la enorme dificultad de aplicar una política monetaria común a un conjunto económico tan dispar.

Más aún. El Banco Central Europeo ha procedido antes que su cofrade (*consœur*) norteamericano, la Reserva Federal. Ésta,

en modo alguno abandona una política monetaria de sostenimiento de la actividad, que ignora la inflación. Muy revalorizado ya, el euro corre el peligro de subir todavía más, y esto sin que la recuperación se confirme. Trichet no ignora el peligro. Por lo menos ha disipado la impresión de que ésta primera subida de los tipos no irá mecánicamente seguida de otras. Ha hecho bien.

Brian Blackstone, en *The Wall Street Journal* de 8-10/4: (*Trichet sends cautious signals after ECB raises interest rates*)

El Banco Central Europeo incrementó el jueves los tipos de interés por primera vez en tres años, pero hizo lo posible para tranquilizar a los inversores en el sentido de que no procederá a una serie de incrementos susceptibles de distorsionar unas economías frágiles del bloque euro.

A pesar de esas seguridades, muchos analistas esperan que se produzcan otras subidas más de un cuarto de punto de aquí a 2012.

Esto podría situar al Banco Central Europeo bien por delante de otros bancos centrales como la Reserva Federal del Banco de Inglaterra y del Banco del Japón, incrementando el cambio del euro, con los correspondientes efectos sobre las exportaciones.

«No hemos decidido que ésta vaya a ser la primera subida de una serie», ha dicho Trichet en una conferencia de prensa después de la reunión del Consejo del Banco, en el que todos sus miembros votaron a favor de la subida del tipo director al 1,25 por ciento.

Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés, a pesar de la significativa inflación, con el fin de salvaguardar una recuperación vacilante.

La Reserva Federal, cuyo Consejo se reunió el jueves, sigue procediendo a compras de activos, y no se espera que lleve a cabo subida alguna de los tipos, los cuales se mantendrán seguramente inalterados durante largos meses.

Por lo demás, el riesgo de inflación persiste después de la subida del tipo, según el Banco Central Europeo, razón por la cual éste seguirá muy atentamente la evolución de los precios, dijo Trichet.

[…]

Reflexiones en torno a la reestructuración del sector bancario español

*Santiago Carbó Valverde**
*Joaquín Maudos***

1. Introducción

Desde que comenzara la crisis internacional en el verano de 2007, la economía española ha sufrido con especial virulencia su impacto tanto sobre el sector real de la economía como sobre el sector bancario. En el primer caso, y como consecuencia de los problemas estructurales no abordados en el periodo anterior de expansión que tuvo lugar desde mediados de los noventa hasta 2007 (reforma del mercado de trabajo, problemas de competitividad-baja productividad, etc.) el impacto de la crisis ha dejado un huella profunda, sobre todo en términos de destrucción de empleo, hasta situarse en la actualidad la tasa de paro por encima del 20 por 100, frente a un valor cercano al 8 por 100 hace tan solo tres años. Y en el segundo, si bien el impacto de la crisis ha sido más tardío en comparación con otros países, desde mediados de 2009, y tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, la prueba del algodón de que el impacto de la crisis es importante es la existencia de una tasa de crecimiento negativa del crédito al sector privado no financiero, situándose desde entonces por debajo de los sectores bancarios de la eurozona.

Si bien la imagen que se desprende de las cifras agregadas del sector bancario español muestra que la situación más reciente no es peor que la existente en otros sectores bancario europeos (al menos en términos de rentabilidad y eficiencia), los mercados financieros no acaban de recuperar completamente la confianza en nuestro sector bancario, como demuestran las dificultades de obtener financiación en los mercados mayoristas de un buen número de entidades financieras. Como se comentará con detalle en este artículo, los motivos de esa desconfianza son varios: la débil e incierta recuperación de la economía española que afecta tanto a los resultados de los bancos como a su morosidad; el ajuste pendiente en el precio de los activos inmobiliarios que incide sobre el valor de las garantías bancarias y que pueden exigir mayores saneamientos futuros; o la elevada concentración de riesgos en el sector inmobiliario, con un importe también elevado de activos improductivos en los balances.

Las medidas adoptadas hasta la fecha han sido varias y de gran calado, y lo positivo es que gran parte de sus efectos está aún por producirse: la aprobación de un Fondo de Reestructuración Ordenada del sector Bancario (FROB) en verano de 2009; la reforma de la ley de cajas un año más tarde para facilitar a estas entidades afrontar en mejores condiciones los retos de la crisis; reformas en materia de exigencia de provisiones para sanear el activo; y, más recientemente, la exigencia de mayor solvencia a través de un real decreto de reforzamiento del sistema financiero (RDL2/2011). Si a pesar de todas estas medidas, el grifo del crédito sigue cerrado y las entidades tienen dificultades para obtener financiación en los mercados mayoristas, es posible que sea necesario incidir en mayor medida en estas acciones y completar la hoja de ruta de la reestructuración e incluso es posible que sean necesarias otras disposiciones adicionales.

En este contexto, el objetivo de este artículo es aportar una reflexión sobre el estado de la cuestión del proceso de reestructuración en el que está inmerso una parte significativa de nuestro sector bancario. Para ello, en el primer apartado se desarrolla un análisis comparativo del sector bancario español en el contexto europeo y se muestran

* Universidad de Granada y FUNCAS.
** Universidad de Valencia e Ivie.

las enormes desigualdades que existen entre las diferentes entidades españolas. Seguidamente, en el apartado segundo se repasan los principales problemas a los que se enfrenta el sector bancario español para, en el apartado tercero, analizar las medidas hasta ahora implementadas. El artículo se cierra con un último apartado donde se recogen a las conclusiones y una reflexión sobre las cuestiones que en nuestra opinión quedan pendientes para completar con éxito el proceso de reestructuración en curso.

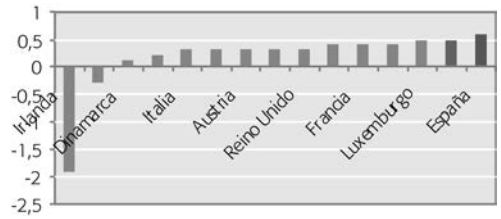
2. Situación actual del sector bancario español

2.1. La banca española en el contexto internacional

A juzgar por los principales indicadores económico-financieros del sector bancario español, la "salud" de la banca española es mejor que la media de la banca europea. Así, por ejemplo, la última información que proporciona el Banco Central Europeo referida a junio de 2010, muestra que España encabeza el *ranking* de sectores bancarios de la eurozona en términos de rentabilidad sobre activos (ROA), con un 0,6 por 100 frente a una media en torno al 0,2 por 100 en la banca de la eurozona (ver gráfico 1). Y en términos de rentabilidad sobre recursos propios (ROE), ocupa el segundo lugar con una rentabilidad del 9,3 por 100, frente a una media en la eurozona en torno al 3 por 100.

Gráfico 1

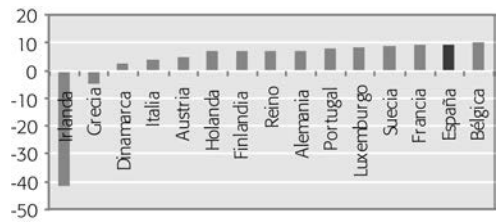
ROA (%). JUNIO 2010



Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico 2

ROE (%). JUNIO 2010

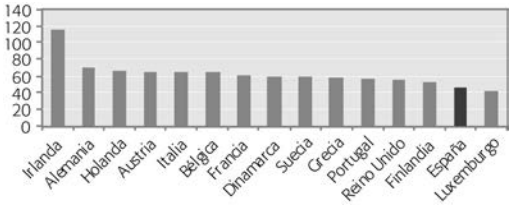


Fuente: Banco Central Europeo.

Si la comparación la realizamos en términos de eficiencia, también nuestro sector bancario destaca en este sentido, ya que la ratio de eficiencia operativa de las entidades financieras españolas es del 45 por 100, lo que supone estar 17 puntos porcentuales por debajo de la media de la banca de la eurozona y ocupar la segunda posición del *ranking* solo por detrás de Luxemburgo (ver gráfico 3).

Gráfico 3

RATIO DE EFICIENCIA OPERATIVA (%). JUNIO 2010



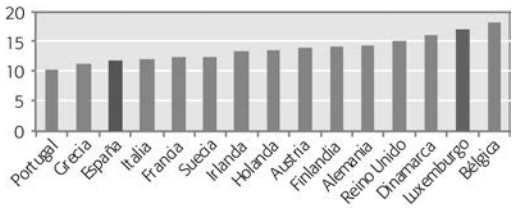
Fuente: Banco Central Europeo.

Sin embargo, la comparativa no es favorable al sector bancario español en términos de solvencia, con independencia del indicador utilizado (ver gráfico 4). Así, tomando como referencia el indicador de solvencia total, en junio de 2010 éste era del 11,8 por 100 en el sector bancario español, frente a una media del 13,7 por 100 del área del euro. Por tanto, si bien la banca española tiene un exceso de capital (*capital buffer*) de 3,8 puntos porcentuales, ese colchón se sitúa por debajo de la mayoría de países europeos, ya que España es el tercer país del ranking con menor nivel de solvencia. La imagen se mantiene si en lugar de utilizar la ratio de solvencia total se emplea la ratio *Tier 1* (9,1 por 100 en España frente al 11,1 por 100 de media en la banca de la eurozona).

Desgraciadamente, para otras variables de interés para juzgar la "salud" de un sector bancario, la información no es homogéneamente comparable a nivel internacional y el desfase temporal de la misma es mayor. Este es el caso de la tasa de morosidad del crédito, para la que si bien el FMI suministra información para un elevado número de países, es necesario utilizar como referencia diciembre de

Gráfico 4

RATIO DE SOLVENCIA (%). JUNIO 2010

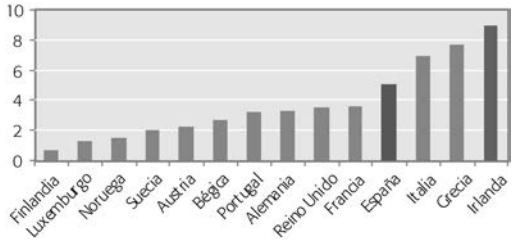


Fuente: Banco Central Europeo.

2009 para obtener información para una muestra representativa de países. Hecha esta advertencia, la morosidad de la banca española era del 5,1 por 100 (en enero de 2011 ha subido al 6 por 100), frente a una tasa media (no ponderado) del 3,8 por 100 en los países de la UE-15. Sólo Grecia (7,7 por 100), Italia (7 por 100), e Irlanda (9 por 100) presentan mayores tasas de morosidad (gráfico 5).

Gráfico 5

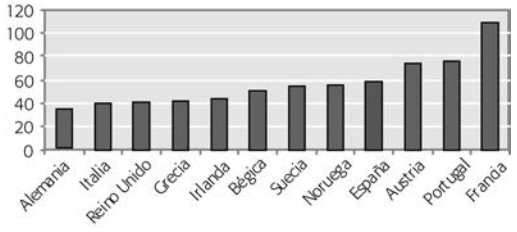
TASA DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO (%). DICIEMBRE 2009



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 6

RATIO DE COBERTURA DE LA MOROSIDAD (%). DICIEMBRE 2009



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En términos del grado de cobertura con provisiones de la morosidad, la información que contiene el grafico 6 muestra un nivel de cobertura en España del 58,7 por 100, solo superado por Austria (73,8), Portugal (76,2 por 100) y Francia (109,4 por 100) y muy por encima de Alemania (34,1 por 100), Italia (40,1 por 100) y Reino Unido (41.1 por 100). Por tanto, en este indicador de "salud" bancaria, nuestro sector bancario presenta un grado de cobertura de los créditos morosos por encima de la media europea.

2.2. La heterogeneidad del sector bancario español

Como se ha puesto de manifiesto en la introducción, la imagen agregada del sector enmascara importantes diferencias entre entidades. Y nada mejor que utilizar la información que a lo largo de este año 2011 han suministrado a la CNMV las entidades bancarias españolas en cumplimiento de la exigencia de transparencia informativa anunciada por el Banco de España en noviembre de 2010. En concreto, el ejercicio de transparencia consistía en publicar antes de finales de febrero de 2011 "información adicional normalizada sobre su exposición al sector de promoción y construcción, desglosando los porcentajes de créditos de dudoso cobro, las garantías de que disponen y las coberturas constituidas para afrontar su posible deterioro".

Tomando como referencia esa información, como muestra el cuadro 1, se constatan importantes diferencias en cualquiera de los aspectos analizados: el nivel de solvencia de las entidades en base a su ratio de *core* capital (como porcentaje de los activos ponderados por riesgo), la tasa de morosidad en el crédito destinado a la promoción inmobiliaria y construcción, el grado de exposición a estos sectores, la magnitud de los activos adjudicados, el grado de cobertura con provisiones, etc. Así, por ejemplo, en términos de *core* capital coexisten entidades cuyo nivel no llega al 8 por 100 (como Bankia, Catalunya Caixa, NovaCaixagalicia, Unim, Banco Valencia y Bankinter) con otras por encima del 10 por 100 (BBK-Cajasur, Unicaja, Kutxa y Vital). O en términos de tasa de morosidad en el sector de la construcción y promoción inmobiliaria, coexisten entidades por encima del 20 por 100 (NovaCaixagalicia, Caja Duero-España, BBK-Cajasur, Kutxa, BBVA) con otras por debajo del 12 por 100 (Banco Mare Nostrum, Banco de Valencia y Bankinter).

La conclusión que se desprende de estos datos es la enorme desigualdad que existe entre entidades dentro del sector bancario español, lo que exige no generalizar en los mensajes sobre la situación del sector.

Cuadro 1

EXPOSICIÓN INMOBILIARIA Y COBERTURAS REPORTADAS A LA CNMV

	Core capital	Crédito sector inmobiliario/ crédito total	Total problemáticos/ créditos al sector inmobiliario	Total problemáticos/ créditos	Tasa mora en sector inmobiliario	Provisiones/ activos problematicos	Cobertura adjudicados
Banco Financiero y de Ahorro	7,04%	19,8	63,4	12,52	17,85	32	33
La Caixa	9,9%- 10,9% (+bonos conv.)	14,9	39,5	5,89	15,52	26	24
Banco Base	8,10%	25,9	60,1	15,55	22,43	25	28
Catalunya Caixa	6,30%	23,7	56,3	13,34	14,04	38	46
Banco Mare Nostrum	8,40%	23,2	49,3	11,42	10,52	39	29
Novacaixagalicia	<8%	21,8	63,3	13,80	22,66	31	35
Banca Cívica	8,05%	18,8	59,0	11,06	12,71	36	31
Caja España-Duero	<8%	31,3	50,8	15,90	20,79	32	29
Ibercaja	9,4	14,2	44,4	6,31	12,51	27	29
Unnim	6,40%	19,9	89,7	17,84	17,84	18	18
Caja 3	8,30%	25,7	76,5	19,61	13,79		
BBK y Cajasur	10,10%	10,4	102,5	10,65	45,38	32	40
Unicaja	13,10%	12,0	64,5	7,72	12,38		30
Kutxa	12,51%	11,2	71,0	7,96	25,73	30	22
Caja Vital	11,40%	19,0	53,0	10,06	12,93	19	14
Santander	8,80%	11,6	62,5	7,24	16,96	60	31
BBVA	9,60%		64,6		21,34		33
Sabadell	8,20%		64,9		15,17		31
Popular	9,43%	18,2	56,0	10,18	14,50	63	23
Pastor	8,50%	22,5	67,1	15,09	15,90		
Banco de Valencia	7,21%	17,0	48,2	8,20	11,62	49	22
Bankinter	6,76%	5,8	31,3	1,81	11,87	37	28
Banca March	22,40%	13,2					

Fuente: Elaboración propia en base a los datos reportados por las entidades a la CNMV.

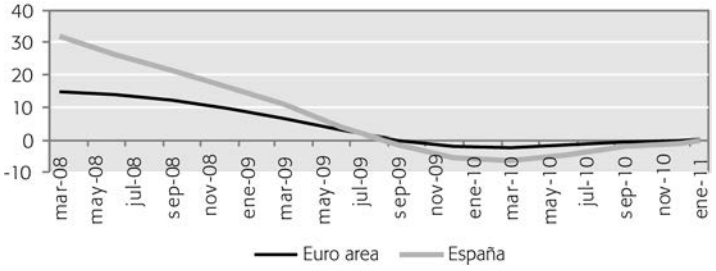
3. Los problemas del sector bancario español

Hace aproximadamente un año que en esta misma revista publicamos un artículo que, con el título "Diez interrogantes del sector bancario español" (Carbó y Maudos, 2010), analizaba los retos a los que se enfrentaba nuestro sector bancario en un contexto de crisis. Trascurrido casi un año, los principales retos se mantienen, aunque en diferente intensidad: exceso de capacidad instalada, elevación de la tasa de morosidad y la magnitud de los activos problemáticos, necesidades de capital derivadas a los nuevos acuerdos de Basilea III, problemas de financiación en los mercados mayoristas, cierre del grifo del crédito bancario, etc. En todo caso, tal vez sea pronto para evaluar en qué medida estos problemas se resolverán con las medidas adoptadas hasta la fecha, algo que sólo será posible con una perspectiva de más largo plazo, aunque sí pueden analizarse algunas tendencias.

La "prueba del algodón" de que el sector bancario español ha acumulado desequilibrios en los últimos años es que en los últimos meses tiene dificultades para cumplir con su función básica de financiar el crecimiento económico. Así, como se muestra con detalle a continuación, se ha producido una drástica reducción en el crecimiento del crédito hasta situarse en tasas negativas en los momentos de mayor impacto de la crisis.

Gráfico 7

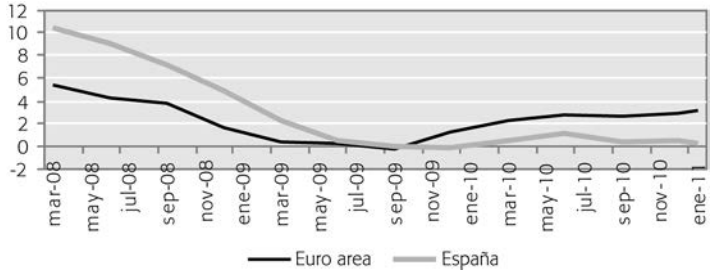
TASA ANUAL DE CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico 8

TASA ANUAL DE CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A LAS ECONOMÍAS DOMÉSTICAS



Fuente: Banco Central Europeo.

Una de las quejas más generalizadas en el ámbito empresarial es la dificultad para acceder al crédito bancario. Este es un tema de enorme importancia teniendo en cuenta el elevado peso de las PYME en la economía española y su elevada dependencia de la financiación bancaria.

Con objeto de analizar esta cuestión, en el gráfico 7 se muestra la evolución comparativa de la tasa de crecimiento anual del crédito a las empresas no financieras en España y en la eurozona desde inicios de 2008 hasta enero de 2011[1]. Se aprecia claramente el comportamiento procíclico del crédito con una acusada caída a medida que se acentúa la crisis. La caída es más acusada en España como consecuencia, no del mayor impacto de la crisis sobre el crecimiento del PIB, sino por partir de niveles iniciales muy por encima de la media europea. Así, a principios de 2008, el crédito a las empresas crecía en España por encima del 30 por 100 anual, tasa que duplica la media europea.

Sin embargo, con la prolongación de la crisis, ya a finales de 2009, tanto España como la eurozona pasó a tasas negativas y desde entonces la caída en España ha sido más acusada. El periodo de mayor caída tiene lugar en el primer semestre de 2010, con una reducción máxima en el primer semestre del 4,2 por 100 en España y del 2,4 por 100 en la eurozona. Desde entonces hasta la actualidad, se ha moderado, si bien sigue siendo negativa. No obstante, el último dato anualizado correspondiente a enero de 2011 muestra que en la eurozona el crédito comienza a crecer mientras que en España sigue disminuyendo. En el caso del crédito a las economías domésticas, se bien también las tasas de crecimiento se han reducido drásticamente, solo han sido negativas en algún momento de forma aislada, con tasas que vuelven a crecer en la eurozona desde finales de 2009, mientras que se mantienen en niveles cercanos a cero en España (gráfico 8).

Si centramos la atención en el caso español, en el cuadro 2 se aprecia nuevamente que el crédito a las empre-

[1] La información está referida a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) ofrecida por el Banco Central Europeo. La información difiere con la que reporta el Banco de España ya que en este último caso está referida a las entidades de crédito, agrupación que difiere de las IFM.

Cuadro 2

TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO. TOTAL ENTIDADES DE CRÉDITO (%)

	OSR	Act. Prod.	Hogares	Vivienda	Consumo	Industria	Construcción	Servicios	Prom. Inmob	AAPP
marz-08	14,3	17,9	10,5	11,2	8,8	18,7	11,9	19,8	17,6	6,4
juni-08	11,2	14,1	8,3	8,7	7,1	12,2	7,6	16,5	11,0	11,0
sept-08	8,6	10,5	6,3	6,9	3,4	10,8	4,0	12,3	7,8	12,7
dici-08	6,2	7,8	3,8	5,1	-4,2	10,3	-1,0	9,6	4,8	23,5
marz-09	3,8	5,9	0,8	2,6	-11,9	10,5	-7,0	8,2	4,2	24,3
juni-09	1,2	1,6	-0,2	1,0	-14,1	7,1	-13,4	4,3	3,7	28,8
sept-09	-0,4	-0,9	-0,8	0,1	-10,8	-1,6	-14,3	2,8	2,9	33,3
dici-09	-1,8	-2,5	-0,7	-0,1	-9,1	-2,5	-14,1	0,4	1,6	22,2
marz-10	-1,9	-3,3	0,3	0,6	-5,6	-6,0	-11,9	-0,8	-0,4	26,6
juni-10	-0,7	-1,3	0,8	1,4	-9,8	-4,0	-7,9	0,6	-0,8	23,5
sept-10	-0,5	-0,5	0,1	1,0	-19,2	-0,7	-9,3	1,2	-1,3	25,4
dici-10	0,4	-0,6	-0,1	1,3	-14,6	0,1	-12,2	1,4	-2,2	22,1

Fuente: Banco de España.

sas (actividades productivas) es el que más ha caído durante la crisis, mientras que el crédito a las economías domésticas cae en menor proporción. Dentro del primero, destaca la disminución observada en el sector más duramente castigado por la crisis, con una tasa negativa en el sector de la construcción del 12,2 por 100 anual en diciembre de 2010. Sin embargo, en el sector de las actividades inmobiliarias, la caída es mucho más reducida, lo que demuestra la importancia de las refinanciaciones que se están produciendo como respuesta al crecimiento acelerado de la morosidad. En el caso de los hogares, como es habitual, es el crédito al consumo el que reacciona antes y en mayor medida ante situaciones de crisis, persistiendo reducciones cercanas al 15 por 100 a finales de 2010.

Un hecho que llama la atención es el intenso ritmo de crecimiento del crédito bancario a las AA.PP. justo con el inicio de la crisis, que llegó a una tasa anual máxima del 33 por 100 a mediados de 2009 y se sitúa en la actualidad (diciembre de 2010) en el 22,1 por 100. Este hecho refleja un aumento de la aversión al riesgo por parte de las entidades bancarias que les hace inclinarse hacia la concesión de crédito al sector público en detrimento del privado. Este rasgo se ve reforzado por el intenso ritmo de crecimiento de la compra de deuda pública por parte del sector bancario.

¿Cuáles son los problemas que conviene abordar con mayor urgencia para que se recupere el crédito bancario en España y para que los mercados vuelvan a confiar en la "salud" de nuestro sector bancario? Cuatro son los retos más urgentes a abordar: a) sanear en mayor medida los activos relacionados con el sector inmobiliario; b) acelerar la corrección del exceso de capacidad instalada; c) reforzar la solvencia; y d) profesionalizar y mejorar la gestión de las cajas de ahorros.

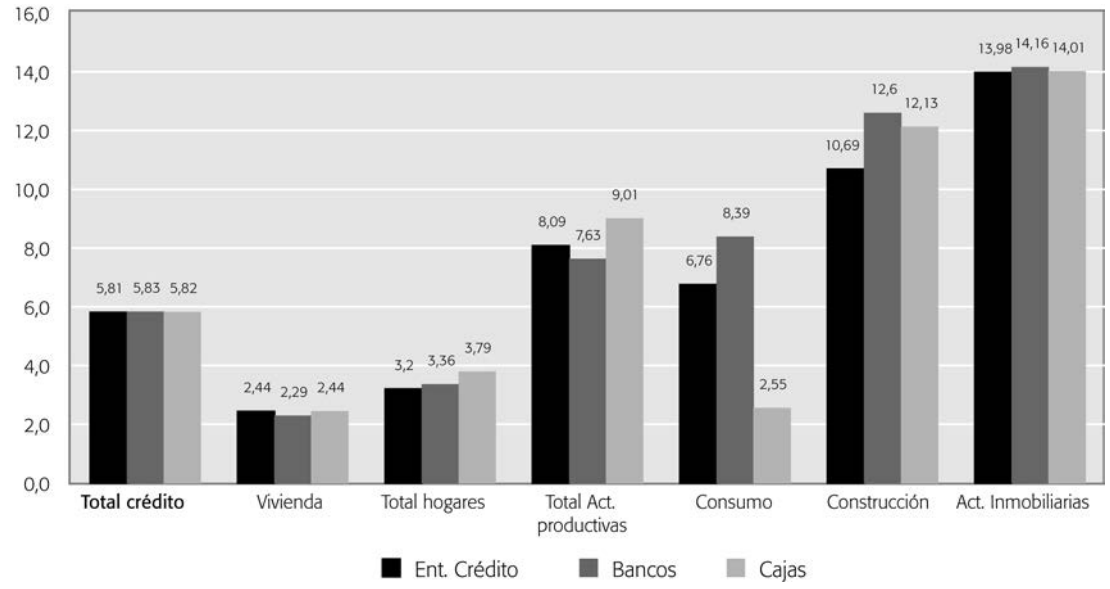
a) La lenta y pesada digestión del "ladrillo"

Es un hecho ampliamente conocido que uno de los orígenes de los problemas a los que se enfrenta el sector bancario español es la elevada concentración de riesgos en el sector inmobiliario. En la actualidad (información a diciembre de 2010), la concentración del crédito en el "ladrillo" (incluyendo construcción, promoción inmobiliaria y compra de vivienda) alcanza el 59,3 por 100 del crédito al sector privado residente, equivalente casi al 105 por 100 del PIB. Si aislamos la parte más problemática por su mayor tasa de morosidad y nos quedamos, por tanto, en el crédito a constructoras y promotoras, la concentración es del 23,3 por 100, con un saldo vivo de 430.000 millones de euros.

La preocupación por una concentración de riesgos tan elevada reside tanto en el continuo aumento de la tasa de morosidad como por el elevado valor de los activos inmobiliarios que la banca se ha adjudicado o que ha recibido

Gráfico 9

TASAS DE MOROSIDAD (%). DICIEMBRE 2010



Fuente: Banco de España.

en dación en pago como respuesta a esa morosidad. En concreto, como muestra el gráfico 9, ya con datos de diciembre de 2010, la tasa de morosidad del crédito a las promotoras alcanza el 14 por 100, siendo también muy elevada (10,7 por 100) en la construcción. La comparación bancos-cajas muestra tasas de morosidad en las actividades ligadas al sector inmobiliario superiores en los bancos, si bien las diferencias son muy reducidas. En el préstamos para la compra de vivienda, la morosidad es muy reducida (2,4 por 100) y muy similar en bancos y cajas. Donde las diferencias son más acusadas es en el crédito al consumo, donde la morosidad de los bancos (8,4 por 100) está muy por encima de la de las cajas (2,6 por 100).

Como ha publicado el Banco de España, además de los créditos de dudoso cobro y los activos adjudicados, otro grupo de activos potencialmente problemáticos son los créditos calificados como subestándar, cuyo importe asciende a 57.600 millones de euros. Con datos de junio de 2010, el Banco de España cuantificó en 180.800 millones de euros el conjunto de activos potencialmente problemáticos relacionados con la construcción y promoción inmobiliaria. El Banco de España ha señalado que un 33 por 100 de esa cifra está cubierta con provisiones (incluyendo la genérica).

En el caso concreto de las cajas de ahorros, el Banco de España ha cuantificado en 100.000 millones de euros (a fecha diciembre 2010) el importe de la inversión potencialmente problemática vinculada a la construcción y promoción inmobiliaria, de los que 28.000 millones son préstamos de dudoso cobro, 28.000 millones de subestandar y los 44.000 millones restante de inmuebles adjudicados. El importe de lo problemático representa el 46 por 100 de la exposición total. No obstante, el 38 por 100 de esa inversión problemática está cubierta con provisiones (incluida la genérica).

b) La corrección del exceso de capacidad instalada

Uno de los retos a los que se enfrenta en la actualidad el sector bancario español es el exceso de capacidad instalada que se ha acumulado en la época expansiva que tuvo lugar hasta 2008. Como muestra el cuadro 3, de 2002 a 2008 las entidades de depósito abrieron en España 6.989 oficinas, de las que dos terceras partes corresponden a las cajas de ahorros. Esa expansión se realizó al abrigo de la actividad relacionada con la promoción inmobiliaria que hizo que muchas cajas se expandieran fuera de sus regiones de origen para captar la clientela que pudieran subrogarse a los préstamos concedidos a promotoras y constructoras de viviendas.

Con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y la consiguiente crisis del sector de la construcción, junto con la

Cuadro 3

VARIACIÓN DEL NÚMERO DE OFICINAS BANCARIAS

	Total	Bancos	Cajas	Cooperativas
2002-2008	6.989	1.508	4.659	822
2008-2009	-1.577	-740	-783	-54
2009-2010	-1.191	387	-1.553	-25
2008-2010	-2.768	-353	-2.336	-79

Fuente: Banco de España.

atonía del crédito bancario, esa acelerada expansión de los últimos años es un lastre para la cuenta de resultados como consecuencia de los costes operativos vinculados a la red y el consiguiente exceso de empleo. Por este motivo, la viabilidad futura de las entidades descansa en reducir costes para así ganar eficiencia.

Si bien el ajuste ya ha empezado, es conveniente acelerarlo en los próximos meses para materializar ganancias de eficiencia. Así, de finales de 2008 a finales de 2010, la red de sucursales se ha reducido en 2.768 unidades, con una mayor caída en 2009 que en 2010; ello implica que se han cerrado el 40 por 100 de las que se abrieron en el periodo 2002-08.

Las cajas de ahorros son las que hasta el momento han cerrado el mayor número de oficinas (2.336 en esos dos años), dado que son las que más expandieron la red en los años de bonanza económica. En el caso de los bancos, si bien en 2009 cerraron oficinas (en concreto, 740), en 2010 han vuelto a expandir su red (en 387 unidades). Con este comportamiento, las cajas han cerrado en los dos últimos años la mitad de las oficinas que abrieron en el periodo 2002-08, mientras que los bancos han cerrado la cuarta parte. Lo sorprendente es que las cooperativas de crédito, que expandieron su red un 19 por 100 de 2002 a 2008, solo hayan cerrado hasta la fecha el 10 por 100 por ciento (79 sucursales) de las abiertas anteriormente.

En un contexto en el que el que las tasas de crecimiento del crédito bancario son incluso negativas y en los próximos años se van a mantener en niveles reducidos (dada la reducida tasa de crecimiento prevista del PIB), es lógico que haya que acometer cuando antes la corrección del exceso de capacidad existente. El propio FROB exige una reducción del exceso de capacidad (tanto de oficinas como de empleo) como condición necesaria para obtener financiación. Así, los planes de reestructuración aprobados y que han recibido ayuda del FROB especifican reducciones de entre el 20 y el 25 por 100 en términos de oficinas y entre un 12 por 100 y 18 por 100 en términos de empleo.

c) Reforzar la solvencia saneando en mayor medida el activo

En un contexto de creciente morosidad y deterioro del activo relacionado con las actividades inmobiliarias, el sector bancario español ha visto crecer progresivamente la magnitud de sus inversiones potencialmente problemáticas. Son inversiones que en su mayor parte no generan ingresos (en el caso de los créditos de dudoso cobro y los activos adjudicados) y que, por tanto, constituyen activos improductivos que merman la viabilidad futura de las entidades.

El hecho de tener que hacer frente a un volumen tan elevado de activos potencialmente problemáticos (representan el 41 por 100 de la inversión total en promoción inmobiliaria y construcción) ha obligado a las entidades a hacer un importante esfuerzo de saneamiento mediante la dotación de provisiones. En concreto, según estimaciones del Banco de España (gráfico 10), el saneamiento realizado desde 2008 asciende a 91.000 millones de euros, de los que 52.000 millones corresponden a las cajas de ahorros. En este último caso, además de las dotaciones específicas realizadas con cargo a resultados y la utilización de las provisiones genéricas acumuladas en años anteriores, las cajas han reconocido con cargo a patrimonio minusvalías y deterioros de activos por importe 22.000 millones de euros. Adicionalmente, con objeto de reforzar la solvencia, las entidades han utilizado ayudas del FROB.1 (11.559 millones de euros en forma de compra de participaciones preferentes), habiendo estimado el Banco de España en 11.559 millones de euros las necesidades de recapitalización para cumplir con las exigencias del RDL2/2011 de reforzamiento del sistema financiero.

Si bien el esfuerzo realizado en saneamientos es considerable, la duda que se suscita es si es suficiente para afrontar en un futuro mayores deterioros del activo. Y aquí la clave va a estar tanto en la intensidad de la recuperación de la economía española como del ajuste del precio de los activos inmobiliarios. En el primer caso, los datos recién publicados por el Banco de España en su Boletín Económico han situado el crecimiento para 2011 en el 0,8 por 100 (frente al 1,3 por 100 del Gobierno). Y en el caso de la evolución del precio de la vivienda, el Banco de España espera que continúe cayendo en 2011. Por ambos motivos, a lo largo de 2011, como ha declarado recientemente el Gobernador del Banco de España, las entidades

Gráfico 10

PROVISIONES Y NECESIDADES DE CAPITAL A MARZO DE 2011

Fuente: Banco de España.

tendrán que dedicar parte de sus márgenes a la dotación de mayores provisiones.

d) Profesionalizar la gestión de las entidades

El proceso de reestructuración en curso tiene como protagonistas a las cajas de ahorros. Para paliar los problemas que su peculiar forma de propiedad tiene sobre su capacidad para mejorar su solvencia, el Gobierno dio un paso muy importante en 2010 con la reforma de la Ley de cajas. Esta reforma —materializada en el Real Decreto Ley 11/2010 que se describe con mayor amplitud en la siguiente sección— persigue tres objetivos básicos. En primer lugar, dotar a las cajas de la posibilidad de emitir instrumentos de capital de la máxima calidad facilitando su acceso a los mercados de capitales. En segundo lugar, profesionalizar su gestión y sus órganos de gobierno, reduciendo su grado de politización de forma que la presencia de los representantes de las AA.PP en los órganos de gobierno se reduce del 50 por 100 al 40 por 100. Y en tercer lugar, la reforma somete a las cajas a la llamada disciplina de mercado mediante su cotización en bolsa. Para ello, además de permitir que las cuotas participativas tener derecho políticos, se permite que las cajas puedan crear bancos, emitiendo capital en los mercados.

Una de las reformas de mayor calado que introduce el RDL 11/2010 es que permite elegir a cada caja el "traje" que mejor se ajuste a su medida. La reforma permite tres nuevos modelos de negocio: 1) la creación de un Sistema Institucional de Protección (SIP) por el que las cajas involucradas en la fusión crean un banco que actúa como entidad central, mutualizan sus beneficios y comparten la solvencia; 2) traspasar el negocio financiero de la caja a un banco del que se posee al menos el 50 por 100 de su propiedad; y 3) transformar la caja en una fundación que es propietaria de un banco al que se trasfiere toda la actividad bancaria. Esta tercera vía solo es obligatoria si la caja tiene menos del 50 por 100 de la propiedad del banco o si es intervenida por el Banco de España.

Con la "bancarización" de las cajas de ahorro y el acceso de inversores privados a su capital, la reforma de la ley de cajas también pretender acercar su estructura de gobierno corporativo a la de las entidades cotizadas, además de someterlas a la disciplina de mercado y mejorar su gestión.

4. Secuencia temporal y política económica del proceso de reestructuración bancaria en España

4.1. Los problemas de liquidez como referencia inicial: el FAAF

Uno de los aspectos más comentados relativos a la reestructuración financiera en España es su falta de concordancia temporal con otros procesos de recapitalización y reforzamiento vividos en los países de nuestro entorno. En buena medida, este comportamiento asincrónico surge de la mayor resistencia del sistema financiero español ante los primeros envites de la crisis, dado que la inversión en los vehículos estructurados de inversión que marcaron el

inicio de la misma fue mínima en España. Sin embargo, con la congelación de los mercados de bonos e interbancarios, pronto se hicieron evidentes los problemas de financiación para los intermediarios financieros europeos y España no fue una excepción. Eso sí, durante mucho tiempo, tal vez demasiado, se identificaron los problemas del sector bancario español como de liquidez, obviando la exposición al riesgo inmobiliario y sus consecuencias. Una prueba de este foco en los problemas de liquidez fue la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), a partir del Real Decreto-ley 6/2008. El FAAF fue concebido como un fondo sin personalidad jurídica propia, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, que se dotó inicialmente con 30.000 millones de euros, ampliables a 50.000 millones de euros, para la compra de activos financieros de máxima calidad, "según criterios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación, con el fin de fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España". Se trataba, por lo tanto, de una ayuda orientada a solucionar un problema de liquidez. Como se indicaba en la propia redacción del RDL 6/2008, el FAAF, "surge como respuesta a un fallo de mercado y no como medida de rescate dirigida a una o unas entidades determinadas. Aspira, pues, a contribuir a la activación del flujo de crédito a empresas y particulares que otorgan las entidades de crédito".

Además de la creación del FAAF, otro instrumento para facilitar el acceso de los bancos españoles a la financiación de los mercados mayoristas es la concesión de un aval del Estado a las emisiones de deuda. A finales de 2008, la Comisión Europea autorizó al Estado a otorgar avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros para determinados tipos de deuda. Desde esa fecha, se han autorizado hasta cuatro prórrogas, la última concedida hasta el 30 de junio de 2011. En el momento de redactar estas líneas, muchas entidades ya han agotado el cupo de emisiones autorizadas.

4.2. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

La primera medida significativa para afrontar los retos del sector bancario español fue la aprobación del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, que propone un modelo de reestructuración bancaria articulado en torno a una nueva institución creada al efecto, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El FROB tiene como objetivo básico facilitar la reestructuración y reforzar su solvencia de las entidades aportando financiación para facilitar el proceso. Más concretamente, el FROB persigue buscar soluciones a la carta para las entidades que presenten debilidades, minimizando así la utilización de fondos públicos. El desarrollo del FROB apostaba de este modo por la búsqueda de soluciones privadas a las dificultades de viabilidad de las entidades de crédito y —lo que es tanto o más importante y ha definido el proceso hasta la fecha— por soluciones ordenadas. Asimismo, se establecían medidas para afrontar esas debilidades, con la aportación de fondos por parte del FROB y/o eventualmente de los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito. Simplificando, el FROB abría cuatro grandes escenarios para las entidades financieras, no excluyentes entre sí y con posibilidad de cambiar de una situación a otra en el corto plazo:

- Cualquier entidad cuya solvencia estuviera demostrada podía seguir su propio camino y desarrollar sus propias estrategias de financiación, crecimiento e integración.

- Por otro lado, se preveía que un determinado número de entidades no entrara en el supuesto anterior y presentara algunas dudas sobre su viabilidad. Estas instituciones, a iniciativa propia o del Banco de España, debían presentar (en el plazo de un mes) un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio ente supervisor, que se reservaba la potestad de introducir modificaciones en el mismo. A partir del plan de viabilidad se planteaban escenarios de lo que debía ser la entidad, al menos para un horizonte de tres años. Es necesario señalar que la principal vía por la que estos planes de recapitalización eran considerados era a través de fusiones o absorciones, una cuestión que con el tiempo ha quedado patente en la práctica. Además, se incluían medidas disciplinarias en caso de incumplimiento de los planes de viabilidad o los compromisos adquiridos, que podrían implicar potencialmente cambios en los órganos de administración de las entidades objeto de análisis.

- Se contemplaba también una tercera vía, para situaciones de dudas importantes sobre la viabilidad de entidades financieras en las que el Banco de España podría intervenir directamente la entidad de acuerdo a los supuestos legales que le permitía la Ley de Disciplina e Intervención. El Banco de España, en ese caso, destituiría a los administradores y el Comité del FROB se haría cargo de la entidad con problemas. En este punto no habría dudas, la reestructuración pasaría por una fusión o absorción o por el traspaso total o parcial del negocio de la entidad, con el apoyo de los fondos del FROB.

- En aquel momento se consideró incluso un cuarto supuesto, en el que se permitiría eventualmente que

aquellas entidades que no presentaran problemas de viabilidad pero quisieran fusionarse, podrían solicitar ayuda financiera del FROB para hacerlo en las mejores condiciones de solvencia, de forma similar a como había ocurrido en otros países europeos. Eso sí, con el seguimiento del Banco de España.

En términos generales —y aun teniendo en cuenta las importantes disposiciones que aún estaban por venir— el FROB se convirtió en el marco de referencia fundamental de la reestructuración bancaria en España. Destacaba, como su propio nombre indicaba, su carácter ordenado, que contrastaba con los rescates, inyecciones de capital y otras medidas *ad-hoc* desarrolladas anteriormente en buena parte de los sectores bancarios europeos. En todo caso, la apuesta fundamental era por la vía de las integraciones pero el gran tema de fondo y la gran cuestión que subyacía para los analistas e inversores dentro y fuera de España era hasta dónde llegaba el problema de solvencia, cuál era la pérdida esperada por la exposición inmobiliaria, y cuál era la capacidad de las entidades para absorberla o, en caso de no contar con esta capacidad, qué recursos sería necesario aportar por parte del FROB.

La financiación que reciben las entidades tiene coste inicial del 7,75 por 100 anual que va creciendo y se materializa en la adquisición de participaciones preferentes que son convertibles en acciones o capital social si en el plazo máximo de cinco años no se devuelven las ayudas. Además, las ayudas concedidas se condicionan a la aprobación de un plan de reestructuración por el Banco de España que debe ser implementado por las entidades y que se concreta en medidas encaminadas a mejorar la eficiencia reduciendo el exceso de capacidad instalada. El fondo se creó con una dotación inicial de 9.000 millones de euros (con aportaciones del Estado y de los fondos de garantía de depósito de las entidades) que puede incrementarse hasta un máximo de 99.000 millones. En la primera fase de la aplicación del FROB (el llamado FROB.1), se utilizaron 11.559 millones de euros por parte de los ocho procesos de reestructuración que solicitaron ayuda del FROB.

4.3. La reforma de la ley de cajas

A medida que avanzaba el proceso de reestructuración, la crisis de la deuda se agudizaba y los acuerdos internacionales de Basilea III ponían el énfasis en la solvencia. En España, el marco de referencia avanzado por el FROB y la tipología de procesos de integración que se iban produciendo precisaba de algunas concreciones en aspectos fundamentales de la actividad de las cajas de ahorros y, en particular, en lo que se refiere a su capitalización y estructura jurídica. Ya en 2010, y en paralelo al desarrollo de los test de estrés, se aprueba un importante cambio normativo referente a las cajas de ahorros que iba, en cierta medida, a dar mayor soporte legal a algunas de las formas de integración que se estaban prodigando, al tiempo que se comenzaba a poner especial énfasis en la necesidad de aumentar capital y se abrían nuevas fórmulas de configuración jurídica de las cajas para poder acceder a ese capital en la forma de acciones.

El RDL 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, supuso un cambio legal de trascendencia muy significativa. En sentido genérico, se presentó con el objetivo de facilitar la entrada de capital privado en las cajas de ahorro por varias vías. La reforma introducía novedades importantes en el ámbito de las cuotas participativas, las estructura de propiedad que las cajas de ahorros podían adoptar y otros aspectos entre los que destacaba la posibilidad de extensión del FROB para entidades solventes que, en escenarios especialmente adversos (entiéndase, de estrés), pudieran atravesar dificultades, aun cuando no participasen en procesos de integración.

En el ámbito de las cuotas participativas, se estableció (como opción) la posibilidad de su emisión con derechos de voto. Estos derechos se establecieron en proporción a la participación del cuota-partícipe en el patrimonio de la entidad y no podían representar más del 50 por 100 del total de derechos de voto. El resto de consejeros generales debía ajustar la proporción de sus derechos de voto al margen que dejaran las cuotas participativas. La participación individual no tenía límites salvo el genérico del 50 por 100 del patrimonio. Este mecanismo abría ya la posibilidad de establecer importantes participaciones cruzadas entre bancos y cajas de ahorros que, hasta la fecha, no se habían podido producir.

Por otro lado, la reforma introdujo novedades importantes respecto a los modelos de cajas de ahorros que pueden adoptarse en el ámbito de la posible entrada de capital privado en las mismas. Junto al Sistema Institucional de Protección (SIP), del que se discuten más adelante algunos aspectos específicos, se establecía la posibilidad de "ejercicio indirecto de la actividad". Esta posibilidad supone la cesión de todo el negocio financiero de la caja (o parte, si se prefiere) a un banco. Las cajas que optaran por este modelo conservarían su naturaleza jurídica. En este supuesto, la caja debe participar en ese banco en el 50 por 100 de sus derechos de voto y el banco podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa. Otra posibilidad es la transformación de la caja en fundación de carácter especial segregando sus funciones financieras de las benéfico-sociales. Las cajas que opten por esta opción deberán traspasar todo su patrimonio afecto a la actividad financiera a un banco a cambio

de acciones de este último. Se transformarán en fundaciones de carácter especial perdiendo su condición de entidad de crédito. La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores.

En términos prácticos, el SIP es un mecanismo de apoyo y defensa mutuo entre las entidades integrantes, cuyo objetivo primordial es el de garantizar la liquidez y solvencia de todos sus miembros, permitiendo a su vez a cada miembro mantener su identidad y personalidad jurídica. No se trata de una fusión, ya que las entidades integrantes mantienen su forma jurídica y su capacidad de decisión, así como su independencia económica. En el caso del SIP, el RDL 11/2010 confirmó que la sociedad central había de ser una sociedad anónima y que las cajas participantes debían representar, al menos, un 50 por 100 del accionariado. Es importante señalar que la escisión de cualquier entidad o entidades del SIP debe ser aprobada por el Banco de España, que podría denegarla en caso de considerar que tal escisión amenaza la viabilidad de la entidad integrada o alguna de sus partes.

Asimismo, en el RDL 11/2010 es preciso destacar los cambios en lo referente al gobierno corporativo. Se establece la incompatibilidad del ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una caja con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de las administraciones públicas. En cuanto a la representación de intereses en los órganos de gobiernos de las cajas, las principales novedades son la reducción del límite de la representación de las administraciones públicas al 40 por 100. Asimismo, la participación de las comunidades autónomas se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por su cámara legislativa y que, al tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad.

Otro cambio muy importante —que en términos prácticos supuso la prolongación del FROB— se produce en el ámbito de la solvencia, en lo referente a "recapitalización de entidades individuales". En concreto, se admite la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho RDL ("debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración"), precisen a juicio del Banco de España de un reforzamiento de sus recursos propios.

4.4. Las pruebas de resistencia

En paralelo a los procesos de integración y reestructuración que se iban produciendo en la primera mitad de 2010, se iba también generando un clima de desconfianza en las economías periféricas europeas en el marco de la crisis de la deuda soberana. Si bien la explicación de la génesis y desarrollo de esta crisis está más allá de los objetivos de este artículo, sí que es preciso señalar que el sector bancario español ha sido uno de los elementos que más ha estado en el punto de mira. En particular, la búsqueda de credibilidad sobre la capacidad de las entidades financieras españolas para afrontar los riesgos acumulados en sus balances en los años anteriores a la crisis. Un primer evento de relevancia en la búsqueda de esta credibilidad tuvo lugar el 23 de julio de 2010, en el que se dieron a conocer los resultados de las pruebas de resistencia para la banca europea. En el corto plazo, el sector bancario español salió reforzado, en la medida en que se produjo una significativa reducción del riesgo-país. Eso sí, la incertidumbre no desapareció y el logro de la ansiada estabilidad a largo plazo siguió dependiendo de cómo se concretara el proceso de reestructuración bancaria y de la ausencia de problemas en la deuda soberana de otros países europeos.

En todo caso, entre los aspectos más destacados de las pruebas de esfuerzo, puede señalarse que apuesta española fue decidida, ya que entre la muestra de entidades analizadas contaba con 27 españolas de un total de 91. Los resultados obtenidos, por lo tanto, reflejaban la situación de la mayor parte de la intermediación financiera española, mientras que en otros países la muestra era sólo parcialmente representativa, un hecho que numerosos analistas e inversores no acogieron positivamente para esos países. Las necesidades de capital agregadas del sector bancario español se estimaron en aquel momento en 2.043 millones de euros, una cifra que se antoja reducida si se compara con los 260.000 millones de euros que se habían invertido en los últimos dos años en rescates bancarios en otros países europeos.

Además, los criterios aplicados para la muestra de entidades españolas fueron significativamente más duros que en otros países. Así, por ejemplo, se asumió un escenario adverso con caídas nominales del precio de la vivienda del 28 por 100 y del suelo del 61 por 100. En todo caso, los test de esfuerzo también revelaron que aún queda camino por delante para resolver el deterioro de los activos de naturaleza inmobiliaria y para explotar nuevas fuentes de negocio recurrente.

4.5. Los nuevos acuerdos de Basilea III

En este contexto destacaron, además, los retos que iba definiendo la regulación internacional de solvencia en el marco de Basilea III. El Comité de Supervisores Bancarios del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) llegó el

12 de septiembre de 2010 a un acuerdo marco sobre los requerimientos de recursos propios que se exigirán a las entidades financieras en los próximos años. Se trata de una implantación progresiva, centrada no ya en el nivel del total de recursos propios como, sobre todo, en la calidad de los mismos. El calendario de implantación se desarrolla entre 2013 y 2019 y las exigencias cambian de forma tan sustantiva que el conjunto del sector bancario debe prepararse desde ya para este cambio. En particular, el capital de máxima categoría o *core* capital aumentará hasta el 4,5 por 100 y el *Tier* 1 hasta el 6 por 100. El capital mínimo regulatorio total seguirá siendo, igual que hasta ahora, del 8 por 100, a completar desde el *Tier* 1 del 6 por 100 con otros recursos propios de categoría *Tier* 2. Por lo tanto, el esfuerzo tendrá que centrarse en que la mayor parte de los recursos propios sean capital y reservas. Adicionalmente, se establece un colchón de "conservación" que se dotará con *core* capital para alcanzar una ratio adicional del 2,5 por 100. Para la constitución de este colchón existe un plazo máximo de ocho años lo que, en términos efectivos supone que la proporción de *core* capital tendrá que ser del 7 por 100 en enero de 2019. En todo caso, este colchón de conservación puede no cubrirse pero mientras esto sea así, las entidades no podrán repartir dividendos y las cajas de ahorros podrán perder libertad a la hora de dedicar beneficios a la obra social. Finalmente, está previsto también que cada autoridad supervisora nacional, en función de sus circunstancias, pueda establecer otro colchón, el "contracíclico" para paliar el comportamiento procíclico del crédito. Este colchón irá desde el 0 hasta el 2,5 por 100 (en forma de *core* capital) y podrá implantarse igualmente hasta 2019.

4.6. Nueva normativa en materia de provisiones

En octubre de 2010 entró en vigor un cambio normativo importante en el contexto de la reestructuración bancaria en España orientado a la transparencia, el endurecimiento de las normas de provisiones. Este endurecimiento estaba en consonancia con el objetivo ya comentado de trazar el proceso de reestructuración con un carácter eminentemente privado y, en gran medida, asumido por el propio sector financiero. El objetivo fundamental era acelerar la cobertura de los préstamos que entraban en mora y del deterioro potencial en los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas. En particular, se aceleraba la exigencia de cobertura de modo que la parte no cubierta por el valor de la garantía debe cubrirse en un 100 por 100 en un año, unificándose de esa forma en un único plazo el doble calendario (corto vs. largo) hasta ese momento vigente. Asimismo se consideraban recortes en la valoración de las garantías. Los recortes (*hair cut*), en particular, fueron:

— Residencia habitual del prestatario: 20 por 100

— Fincas rústicas, oficinas, naves y locales polivalentes: 30 por 100

— Otras viviendas terminadas (promoción inmobiliaria): 40 por 100

— Parcelas y solares urbanizables (promoción inmobiliaria): 50 por 100

Asimismo, se arbitraron algunos incentivos para que las entidades saquen del balance los activos adjudicados. Sobre el mínimo entre el valor del préstamo y el valor de tasación se establecen provisiones del 10 por 100 en el momento de la adjudicación, que ascienden al 20 por 100 y al 30 por 100 transcurridos 12 y 24 meses de permanencia del activo en el balance, respectivamente. Las correcciones en el valor de los activos se debían en gran parte a los créditos relacionados con el sector de la construcción y promoción inmobiliaria.

4.7. Exigencia de mayor transparencia informativa

Más recientemente, con objeto de tratar de despejar las dudas existentes en los mercados sobre la "salud" del sector bancario español, el Banco de España exigió a las entidades bancarias realizar un ejercicio de transparencia mediante la obligación de publicar antes de finales de febrero de 2011 "información adicional normalizada sobre su exposición al sector de promoción y construcción, desglosando los porcentajes de créditos de dudoso cobro, las garantías de que disponen y las coberturas constituidas para afrontar su posible deterioro".

Con esa información, cajas y bancos declararon a la CNMV la información requerida que se ha recogido en este artículo en el cuadro 2, si bien se han revelado algunas discrepancias con respecto a la información facilitada por el Banco de España que el supervisor justifica por varios motivos: la cifra publicada en el Boletín Estadístico no incluye disponibles ni avales; recoge el sector promotor y constructor en sentido amplio, es decir, incluye todas las actividades de esos sectores no relacionadas estrictamente con la construcción de viviendas; en el último trimestre de 2010, la cartera con el sector promotor y constructor ha experimentado una bajada.

4.8. RDL 2/2011 de Reforzamiento del Sistema Financiero

La evolución de la crisis de la deuda soberana durante 2010 y 2011, y la persistencia de las dudas que los inver-

sores internacionales mantenían sobre la capacidad de las entidades financieras españolas para solventar los problemas de solvencia —así como sobre las estructuras de integración que se estaban formando y su gobernanza—, precisó de nuevas iniciativas regulatorias. En este sentido se desarrolló el RDL2/2011 de reforzamiento del sistema financiero. Además de reformar el FROB (dando paso a lo que se conoce como el FROB.2), el RDL exige a las entidades de depósito un capital mínimo. En concreto, se exige con carácter general que el capital principal se sitúa por encima del 8 por 100 como porcentaje de los activos ponderados por riesgo, y del 10 por 100 para las entidades que no hayan colocado en el sector privado más del 20 por 100 de su capital y que tengan una dependencia de la financiación de los mercados mayoristas superior al 20 por 100. Con esta diferencia en el mínimo de capital exigido, se establece un claro incentivo a la bancarización de las cajas de ahorros, entendiendo como tal la creación de bancos a través de los cuales las cajas puedan colocar al menos un 20 por 100 de capital en el mercado. Al mismo tiempo, el RDL persigue avanzar en el proceso de ejercicio indirecto de la actividad de las cajas ya que exige transferir la actividad de las cajas al banco creado cuando aquellas solicitan financiación del FROB para cumplir con las exigencias de recapitalización.

El RDL 2/2011 persiguió tres objetivos fundamentales. En primer lugar, como se ha señalado, se elevan las exigencias de solvencia de las entidades de crédito españolas para "favorecer su acceso a los mercados de capitales, y en general, para reforzar la confianza en la solidez del sistema bancario español". En segundo lugar, se incentiva a las entidades para que "acudan a los mercados de capitales y para que adopten estructuras fáciles de comprender y evaluar por los mercados". Y en tercer lugar, se "acelera el proceso de reestructuración en concordancia con las normas comunitarias".

El RDL 2/2011 puede tener importantes implicaciones para el sistema financiero español. En primer lugar, la exigencia del 8 por 100 de capital de máxima calidad para las entidades de crédito incentiva que éstas acudan a los mercados de capitales para financiarse. En segundo lugar, facilita el acceso al mercado puesto que da mayores garantías a los inversores de renta fija y variable. Por otro lado, el nuevo RDL permite conservar la condición de cajas de ahorros a las entidades beneficiarias.

La siguiente pregunta que cabe hacerse es cuáles son los próximos pasos a seguir tras la aprobación del RDL 2/2011. El primer paso se ha dado en el mes de marzo de 2011, cuando el Banco de España ha determinado qué entidades de crédito precisan de capital adicional y éstas han presentado sus planes de recapitalización, que tendrán que ser aprobados por el Banco de España a mediados de abril. La segunda fase entra en vigor en el mes de septiembre de 2011. Para las entidades que sea necesario, el FROB aportará los fondos que surjan de la diferencia entre la necesidad de capital para cumplir con lo establecido en el RDL de reforzamiento y lo que han obtenido en los mercados. Por otro lado, existe la posibilidad de otorgar un plazo de flexibilidad hasta diciembre de 2011 para aquellas entidades que, por motivos suficientemente justificados, no hayan podido cumplido con el objetivo, además de una tercera prórroga hasta el primer trimestre de 2012, en casos de procesos de admisión a cotización.

5. Conclusiones: ¿qué queda pendiente en el proceso de reestructuración?

Desde que estallara la crisis internacional a mediados de 2007 en el corazón del sistema financiero estadounidense, un elevado número de sectores bancarios de todo el mundo ha sufrido en mayor o menor grado las consecuencia directas (exposición a los productos estructurados cuya garantía última son las hipotecas *subprime*) o indirectas (falta de confianza, cierre de los mercados, etc.) de la crisis. En ese contexto, los gobiernos nacionales se han visto obligados a inyectar enormes cantidades de dinero para sanear sus sectores bancarios. En España, a diferencia de otros países, el coste de las ayudas públicas ha sido reducido, ya que los fondos hasta ahora dedicados a facilitar la reestructuración y reforzar el sector están en torno al 2-2,5 por 100 del PIB.

El hecho de que las ayudas públicas utilizadas para sanear el sector bancario español sean reducidas pone de manifiesto el menor impacto que ha tenido la crisis en la banca española como consecuencia tanto de su prácticamente nula exposición a los productos *subprime* como a las fortalezas de las que disfrutaba al inicio de la crisis en términos de rentabilidad, solvencia, eficiencia y morosidad. Sin embargo, los desequilibrios acumulados en la época del *boom* inmobiliario han pasado factura lo que ha exigido a las autoridades económicas a instrumentar una serie de medidas de gran calado como la aprobación del FROB, la reforma de la ley de cajas, nueva normativa en materia de provisiones y, más recientemente, exigencia de un mayor nivel de solvencia a las entidades.

A pesar de las medidas adoptadas, los desequilibrios acumulados hacen que los mercados sigan sin confiar plenamente en la "salud" del sector bancario español como demuestran las dificultades de muchas entidades para acceder a la financiación de los mercados mayoristas. Y el motivo fundamental que hay detrás de la falta de confianza es

la elevada exposición de la banca al sector más castigado por la crisis (el sector inmobiliario) con el consiguiente elevado importe de los activos potencialmente problemáticos. Por tanto, a pesar del esfuerzo que han hecho las entidades tanto en términos de saneamientos (96.000 millones de euros, lo que representa casi el 10 por 100 del PIB) como de reestructuración (reducción de la red de oficinas, ajuste en las plantillas, consolidación del sector de cajas de ahorros, etc.), siguen existiendo incertidumbres.

Desgraciadamente, la incertidumbre sobre un número reducido de entidades acaba distorsionando la imagen global del sector, de forma que todas las entidades (incluidas las "sanas") acaban sufriendo las consecuencias. Para ello, es importante incrementar aún más la transparencia informativa, aportando al mercado la información detallada que exigen los inversores. En este sentido, es muy oportuno el reciente anuncio del Gobernador del Banco de España de que en breve va a publicar información detallada de las carteras de las entidades una vez esté auditada la información. Es mejor reconocer que algunas entidades pueden presentar debilidades ya que, de lo contrario, la incertidumbre se generaliza sobre la totalidad del sector bancario.

Gran parte de la reestructuración se ha centrado en las cajas de ahorros. Como principales entidades financiadoras de la economía española en los últimos años, sufrieron en mayor medida los problemas de exposición inmobiliaria y deterioro de activos, si bien esta situación es también extensible a los bancos. Eso sí, la exigencia que la propia crisis ha llevado consigo de "más tamaño" y "más capital" está suponiendo para las cajas cambios muy importantes que se han materializado en una combinación de disposiciones normativas y condiciones competitivas que han propiciado un número importante de procesos de integración y de cambios en su estructura organizativa, con una tendencia progresiva a la agrupación del negocio financiero en torno a un banco. En qué medida las cajas del futuro seguirán manteniendo su liderazgo dependerá de cómo se concrete esta transición. Cabe esperar que con los significativos cambios realizados, las cajas continúen compitiendo con fuerza por mantener su liderazgo en el sector bancario minorista pero para ello será preciso completar el círculo que han iniciado hacia una mayor concentración, despolitización y profesionalización. Y, por supuesto, en el corto y medio plazo, por un saneamiento y una resolución del problema de los activos deteriorados. Esto es así porque en buena medida las cajas se van a abrir a la participación (por varias vías) de inversores privados, y estos necesitan la suficiente transparencia y confianza en la estructura y gobierno corporativo para confiar en el valor de franquicia de las cajas. En este contexto, otro reto tan importante como necesario es lograr que las cajas —con todos los cambios necesarios en el modelo financiero— sigan manteniendo su carácter diferencial social, su imagen distintiva. Por ello, aun cuando parte del negocio se agrupe en torno a un banco, su vertiente social debe tener tanto o mayor calado que en el pasado, porque ello le aporta valor tanto a las cajas como al conjunto de la sociedad española.

Restaurar la confianza en el sector bancario español exige acelerar el proceso de reestructuración en curso para así ganar eficiencia. Con una débil recuperación económica, la principal fuente de ingresos de una entidad (la concesión de créditos) no puede aportar el flujo de ingresos del pasado, lo que unido a la presión de los costes financieros (con tipos pasivos muy elevados en medio de una guerra por la captación de depósitos que va a pasar factura) anticipa un 2011 de dificultades en la cuenta de resultados. En este contexto, el recorte de los costes y la ganancia de eficiencia es vital para afrontar el futuro inmediato.

La crisis, con un impacto muy desigual entre entidades, ha demostrado la importancia de una buena gestión y las consecuencias que tiene la infravaloración de la concentración de riesgos. Por tanto, es necesario mejorar la gestión de las entidades, convergiendo a la estructura de gobierno corporativo de las entidades más sometidas a la disciplina del mercado.

Las mayores exigencias de capital que se derivan del RDL 2/2011 en relación a la propuesta de Basilea III (exigiendo más capital y en menor tiempo) son una respuesta acertada para restaurar la confianza en el sector bancario español. Sin embargo, la solvencia de una entidad, además de exigir disponer de un adecuado nivel de recursos propios, también requiere contar un adecuado nivel de provisiones, por lo que es necesario que las entidades hagan un mayor esfuerzo en el saneamiento del activo.

En resumen, si bien las medidas adoptadas para hacer frente a las dificultades del sector bancario van en la dirección adecuada, es necesario avanzar más deprisa en el proceso de reestructuración si queremos que los inversores confíen en la banca española tanto para inyectar capital como para asegurar nuestra liquidez. Y las recetas son: 1) avanzar más deprisa en la corrección del exceso de capacidad instalada; 2) aumentar la transparencia informativa, aportando con regularidad la información que exigen los inversores; 3) mejorar la profesionalización de la gestión de las entidades; 4) proseguir con el saneamiento del activo; y 5) no adoptar decisiones cortoplacistas (como remunerar con extratipos el pasivo) que acaban pasando factura a medio plazo.

Referencias

CARBÓ, S. y MAUDOS, J. (2010), "Diez interrogantes del sector bancario español", *Cuadernos de Información Económica,* nº 215, págs. 89-105.

Productos financieros socialmente responsables[1]

*Enrique Castelló Muñoz**
*Carlos Trias Pintó***

1. Concepto y evolución

En el contexto de los "productos financieros socialmente responsables" que ofrecen las instituciones financieras se encuentran los fondos de inversión y los fondos de pensiones destinados tanto a los inversores particulares como institucionales y que hacen referencia a la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Por definición, los fondos de inversión colectiva realizan inversiones. Ahora bien, el problema clave para la mayoría de los fondos radica en su capacidad de determinar qué empresas se ajustan a los criterios ESG (medioambientales, sociales y de buen gobierno), con perspectiva a largo plazo.

El United Kingdom Social Investment Forum (UKSIF) define "las inversiones socialmente responsables como aquellas que permiten a los inversores combinar los objetivos financieros con sus valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, desarrollo económico, paz y medio ambiente".

El origen de la ISR se encuentra ligado a motivaciones de índole moral. Desde los años ochenta este fenómeno ha ido cobrando fuerza, impulsado por el fenómeno de la globalización, la mayor conciencia ecológica y social, y el desarrollo de las tecnologías de la información y de la comunicación.

En los mercados financieros más importantes, y especialmente en los países anglosajones, invertir teniendo en cuenta los criterios ESG en las políticas y actuaciones empresariales, se ha convertido en el objetivo de un significativo número de inversores.

En el entorno europeo existen mercados que están experimentando fuertes volúmenes de crecimiento, tales como el Reino Unido, Holanda, Noruega, Francia, Suecia, Bélgica y, a menor escala, países como Italia, España y Alemania.

2. Categorías de productos

Los productos financieros socialmente responsables pueden clasificarse en distintas categorías, tales como "productos de ahorro" (cuentas corrientes, cuentas de alto rendimiento, depósitos de ahorro, depósitos estructurados), "productos de inversión" (fondos de inversión, sociedades de inversión, fondos de pensiones personales y de empleo), y "productos crediticios" (microcréditos, fondos rotatorios, fondos de garantía reciproca y capital riesgo) que incorporan criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno en su diseño, que vienen a reforzar los necesarios objetivos de riesgo y rentabilidad financiera.

En este trabajo se tratan los productos de inversión, tanto en el mercado minorista (*retail)*, en el que encontramos sobre todo instituciones de inversión colectiva, como en el mercado institucional, identificado fundamentalmente por los fondos de pensiones de empleo. A grandes rasgos, consiste en invertir en aquellas organizaciones que mantengan un mejor comportamiento y favorezcan

[1] El trabajo comenta el dictamen elaborado por los autores con el mismo título para el Comité Económico y Social Europeo.

* Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Complutense de Madrid.
** Consejero del Comité Económico y Social Europeo en Bruselas.

el desarrollo sostenible. Pretenden pues configurarse como un instrumento eficaz para contribuir al desarrollo global de la sociedad, motivando a las empresas a comportarse de una manera adecuada en respuesta al interés de los inversores.

En todo caso, no hay que confundir los fondos de inversión socialmente responsables con los fondos de inversión solidarios. Estos últimos ceden exclusivamente un porcentaje de sus beneficios a entidades sociales, pero no tienen que cumplir con criterios socialmente responsables a la hora de seleccionar sus inversiones. Sin embargo, inversión solidaria e ISR pueden ser incorporados en el mismo fondo.

3. Criterios de preselección

Un producto de inversión socialmente responsable, ya sea fondo de inversión o fondo de pensiones, introduce, explícitamente, criterios de preselección en las actuaciones empresariales que no se limitan a los criterios económico-financieros.

Es decir, las inversiones con criterios de sostenibilidad y responsabilidad social apuntan progresivamente a potenciar una visión de la actividad económica que incorpora los criterios ESG (filtro), que se articulan excluyendo determinadas inversiones y seleccionando aquellas con mejor comportamiento. De esta forma, la preselección de las carteras de inversión posibilita a los inversores elaborar universos de inversión adaptados a sus valores. Algunos de los criterios más utilizados se ilustran en el siguiente cuadro.

Criterios excluyentes	Criterios valorativos
Armamento	Igualdad de oportunidades
Experimentación con animales	Reciclaje
Explotación en el Tercer Mundo	Conservar la energía y los recursos naturales
Contaminación	Transparencia en la información
Manipulación Genética	Compromiso solidario con la sociedad
Pornografía, tabaco y alcohol	Apoyar la formación y la educación
Degradación ambiental	Normalización de productos

El anterior listado no presupone que aquellas empresas que tienen atributos negativos se gestionen realmente de forma irresponsable. Por el contrario, pueden contar con elevados estándares éticos en la forma de conducir su negocio, aunque algunos inversores pueden considerar que un determinado sector, por ejemplo, el armamentístico, es moralmente censurable.

De otra parte, los criterios de sostenibilidad utilizados en la ISR deben ser entendidos como dinámicos, posibilitando la incorporación de aspectos de relevancia en el ámbito de la Responsabilidad Social Corporativa (la RSC es una cuestión de identidad, de compromiso y de estrategia de empresa).

Mediante esta metodología de preselección de las carteras de inversión se incluyen o excluyen los títulos del mercado en dichas carteras. Actualmente, el activismo accionarial, el diálogo con los inversores (*engagement*) y la inversión directa en proyectos beneficiosos para la comunidad son metodologías de ISR que se están adoptando de forma creciente.

4. Medición de resultados

La mayoría de los fondos de inversión y fondos de pensiones tradicionales realizan una gestión activa de su cartera con la expectativa de tener un mayor desempeño (*performance),* que sus competidores. En cambio, la gestión en las finanzas sostenibles amplía los objetivos de optimización rentabilidad-riesgo de la teoría clásica, ya que el objetivo es alcanzar un *triple bottom line*: *performance* financiera, social y medioambiental.

Existen diversos organismos consultivos que facilitan asistencia a la ISR. Los índices bursátiles internacionales, como el Dow Jones Sustanability Index (DJSI) o el FTSE4Good, proporcionan información relevante para determinar y gestionar los fondos de ISR sobre una base general o selectiva. Por ejemplo, hay fondos que se centran en empresas de reconocida solvencia que cumplen las normas de gobernanza correctamente. Otros fondos se centran en criterios sostenibles o ecológicos. Todas estas variables están previstas.

No obstante, son las "agencias de análisis de sostenibilidad" las que más han desarrollado las técnicas de valoración y calificación de las empresas sobre el comportamiento socialmente responsable. A titulo de ejemplo, la metodología de medición de resultados utilizada por la agencia ASSET4 genera una visión integrada de la *performance* corporativa combinando información económica, social, medioambiental y de gobierno corporativo.

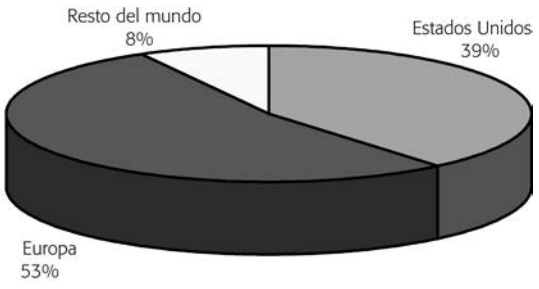
Los resultados de los trabajos empíricos realizados en este campo apuntan a que "las inversiones socialmente responsables no suponen un sacrificio de rentabilidad económica para el participe", desde la perspectiva de rendimientos a medio y largo plazo. Es más, la "rentabilidad de la ISR no es menor y el riesgo no es mayor que en la inversión convencional".

5. Desarrollo del mercado

Para elaborar datos comparativos sobre el desarrollo de la ISR a escala mundial, la estrategia de segmentación de mercados nos lleva a distinguir entre el mercado *retail* y el institucional.

A partir de la información contenida en el informe de Eurosif (2008), la ISR en Europa ocupa el 53 por ciento del mercado, frente al 39 por ciento en Estados Unidos y el 8 por ciento del resto del mundo, según se detalla en el grafico adjunto:

DISTRIBUCIÓN DE LA ISR EN EL MUNDO (2007)
MERCADO GLOBAL ISR: 4,96 BILLONES DE EUROS



A escala mundial hay invertidos 4,96 billones de euros con algún criterio ISR (preselección de la cartera, activismo accionarial) a fin de 2007, correspondiendo al mercado de la ISR en Europa un volumen de inversión de 2,66 billones de euros, mientras que en Estados Unidos el capital invertido ascendía a 1,92 billones de euros.

Según el Observatorio 2010 de la ISR, la inversión institucional se ha convertido en el principal motor de la ISR en España, donde el mercado al por menor no termina de despegar, acusando en parte la crisis económica y aumentando la distancia respecto a los países europeos. En su conjunto, la ISR aumentó un 10 por ciento en 2009, debido al crecimiento experimentado por los fondos y planes de pensiones. El patrimonio invertido asciende a 14.054 millones de euros, distribuidos entre un total de 814.766 participes.

La experiencia en el mercado de la ISR indica que los clientes minoristas no la conocen, ven los productos como algo sofisticado y piensan que son menos rentables, aunque invertir en ISR no signifique dejar de ganar, porque en algunos casos la rentabilidad promedio es mayor que la de los fondos tradicionales.

Al mismo tiempo, el canal de distribución no está preparado para abordar con calidad los productos ISR y las gestoras lo siguen viviendo como un mercado marginal. Ello implica la necesidad de impulsar esta inversión modificando sus mecanismos, para poder acercarse al consumidor minorista.

6. Factores dinamizadores

El impulso de la ISR es el resultado de la interacción de múltiples actores: las administraciones públicas, las empresas y el mercado financiero. Todos ellos deben colaborar para facilitar, promocionar y demostrar que la importancia de la ISR estriba en ser el motor que promueva la transición hacia el desarrollo sostenible y que, desde la perspectiva de la inversión, es la solución más eficaz para incitar a las empresas y organizaciones a que cumplan dicho objetivo.

Para que la ISR alcance su madurez es importante el impulso de las instituciones públicas, al objeto de facilitar el establecimiento de marcos legales adecuados, promocionar la inversión con criterios de sostenibilidad, colaborar en dar visibilidad a las buenas prácticas y estimular la inversión en los productos financieros de esta naturaleza, por ejemplo, mediante políticas fiscales adecuadas.

En el ámbito regulador y desde el punto de vista de la transparencia, es de reseñar el impacto que tiene el desarrollo de normativa que inste a entidades gestoras de fondos de inversión o fondos de pensiones de empleo a indicar si incorporan o no criterios de sostenibilidad en la selección de inversiones.

Para impulsar el desarrollo de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas debe tenerse en cuenta el activo papel de la Comisión Europea. Asimismo, la creación del Social Investment Forum (SIF) en Estados Unidos, el Eurosif en Europa, y el Spanisif en España, coadyuvan al dialogo con los sectores interesados (*stakeholders*).

Por ello, la Comisión Europea y los estados miembros deben promover el desarrollo de la ISR con miras a facilitar la "normalización" y consolidación de los actuales sistemas de gestión de los productos financieros socialmente responsables, promoviendo la transparencia de la información, la comparabilidad en el análisis de los inversores, la formación técnica y el intercambio de buenas prácticas.

La ISR puede salir fortalecida en un momento como el actual si los inversores pueden distinguir las empresas que apuestan por la inversión sostenible de las que la utilizan

como mera herramienta de *marketing*. Tanto los emisores como la propia empresa pueden movilizar a la comunidad inversora transmitiéndole que sus políticas de sostenibilidad son indicadores de la calidad de su gestión, en términos de transparencia e inclusión de estos criterios en su estrategia de inversión.

Asimismo, el estimulo a la realización de estudios sobre ISR y la formación de los agentes del mercado permiten la adopción de "mejores prácticas" por parte de las instituciones financieras en sus políticas de sostenibilidad.

7. Tendencias de futuro

La confianza del consumidor en las empresas de servicios financieros se ha deteriorado debido a la crisis financiera. En consecuencia, las instituciones financieras tienen la oportunidad de ofrecer productos financieros socialmente responsables, contribuyendo al desarrollo del mercado de la ISR.

La inversión en el mercado minorista ha quedado reducida a los fondos de inversión comercializados por las instituciones financieras en nuestro país, que se han estancado tanto por lo que respecta al capital invertido como a la entrada de nuevos participes. Por el contrario, el mercado institucional es el que concentra el grueso de la inversión, gracias a la tendencia de incorporar los criterios ESG a los fondos y planes de pensiones de las empresas.

En España, los inversores no han sabido apoyar el desarrollo de la ISR, sobre todo aquellos grupos que en otros países sí lo han hecho, como es el caso de las instituciones religiosas, las fundaciones privadas o los fondos de pensiones de las administraciones públicas. En este contexto, los fondos de pensiones de empleo se configuran como la gran apuesta para el crecimiento de la ISR. Una manera muy efectiva de dinamizar el mercado es la introducción de criterios sostenibles a las inversiones realizadas a través de los fondos soberanos o el Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

Los cambios sociodemográficos obligan a pensar en una transformación cultural y de actividad a largo plazo. Una respuesta a esta situación puede consistir en ofrecer una amplia gama de productos financieros socialmente responsables, teniendo en cuenta que los resultados de la ISR evidencian la relación positiva entre valoraciones sociales y financieras de las instituciones que ofrecen fondos de inversión socialmente responsables.

Las instituciones de inversión colectiva y las entidades gestoras de fondos de pensiones de empleo son un importante instrumento de canalización del ahorro hacia la inversión productiva. No obstante, de cara al futuro habría que profundizar en el asesoramiento de las inversiones, los procedimientos de control interno que identifiquen los riesgos de las inversiones, la transparencia en la relación con los clientes y la cualificación profesional.

En cualquier caso, una de las cuestiones fundamentales que impactará en el futuro de la ISR es su relación con las nuevas regulaciones y estructuras de gobierno corporativo (especialmente en torno a los derechos políticos de los accionistas), que ya está planteando la OCDE y que tendrá efecto en todos los países.

Fondos soberanos: nombres nuevos para conceptos viejos

*Juan Ignacio Crespo**

Desde hace unos años para acá una nueva especie de fondo se ha incorporado al lenguaje común, financiero y periodístico: los *fondos soberanos patrimoniales* o *fondos soberanos* sin más, como se les abrevia habitualmente (otras veces se les llama *sovereign reserve funds*, o *fondos soberanos de reserva*). El punto álgido de presencia mediática de esta clase de fondos se alcanzó, de manera no sorprendente, en el año 2008, probablemente al calor del momento más virulento de la crisis financiera.

¿Qué tan nuevos?

La denominación de "fondo soberano" es tan nueva que, si se hace una búsqueda de esa expresión (o de su equivalente inglés, francés, alemán, italiano o portugués) en la prensa escrita de todo el mundo, no aparece ninguna referencia a ella anterior al año 2006 (para ser más precisos, sí que aparece alguna vez, pero refiriéndose a unos fondos llamados Sovereign Funds Management Ltd. que cotizaban en Australia y Nueva Zelanda). Tras ese año, las referencias proliferan muy rápidamente hasta alcanzar su nivel máximo en el año 2008, con 14.825. En 2009 y 2010, decaen hasta 7.873 y 7.222, respectivamente, aunque parece que el ritmo se acelera de nuevo en el primer trimestre de 2011, con 2.641 citas.

Se ve, pues, que la expresión "fondos soberanos" es hija de la segunda mitad de la década pasada y el que haya hecho fortuna hay que atribuírselo a la potencia que han llegado a adquirir los fondos soberanos asiáticos, al reverdecer de los petrodólares y al papel algo mítico que siempre se le atribuye a quienes tienen dinero disponible para salir de compras.

Los nuevos *power brokers*

En el año 2007 el Instituto Mckinsey hizo público un estudio en el que hablaba de los cuatro nuevos *power brokers* o pesos pesados de la inversión internacional, que no eran otros que los nuevos "fondos soberanos" asiáticos, los petrodólares (en su segunda fase de intensa acumulación), los *hedge funds* (o fondos de inversión libre internacionales) y las empresas de *private equity* (o de capital riesgo, según la traducción algo imprecisa que suele utilizarse en España).

En una actualización de ese informe los autores concluyen que la crisis financiera no solo ha reforzado a esos cuatro poderes fácticos financieros, sino que les atribuyen un papel muy importante a la hora de ayudar, con su *músculo financiero*, a contener la crisis. Esto es coherente con el hecho mencionado más arriba de que, el año en que más se ha hablado de ellos, fue en el que la crisis financiera se mostró en todo su apogeo, 2008.

En 2007, siempre según Mckinsey, los activos financieros en manos de los gobiernos de los países asiáticos alcanzaron los 4,6 billones de dólares, de los que 3,9 billones eran mantenidos como reservas de divisas de los bancos centrales y 670.000 millones como activos de los fondos soberanos patrimoniales (o *sovereign wealth funds*). Como los criterios para asignar los recursos a cada uno de estos dos bloques, bancos centrales y fondos soberanos, son a veces algo imprecisos, no es de extrañar que esa distribución entre el patrimonio acumulado en los

* Director en Thomson Reuters.

fondos y lo que se computa más bien como reserva de divisas pueda ser diferente en otras fuentes (de hecho, en alguno de esos repartos publicados, la cifra de Mckinsey se la imputarían a uno solo de esos fondos soberanos). Tampoco hay que descartar que se esté computando, en ocasiones, más de una vez la misma cantidad.

Todo esto se explica por la fortísima subida del precio de las materias primas durante los años 2000 a 2008 (en ese período el precio del petróleo pasó de 18 a 144 dólares el barril, multiplicándose, pues, por ocho) y por los actuales desequilibrios comerciales en la esfera internacional que permitieron, a los países exportadores de materias primas o de productos manufacturados, la acumulación de elevados superávits comerciales. Parte de las reservas de divisas que el superávit comercial generaba terminaron computando como divisas en los bancos centrales respectivos, mientras que otra parte se destinó a financiar los fondos soberanos, proporcionándoles la munición para hacer nuevas inversiones.

Principal novedad que aportan los fondos soberanos

Los fondos soberanos son un invento tan viejo como son el mundo y la existencia de los gobiernos (sobre todo, desde que se empezó a separar lo que era patrimonio de los gobernantes de lo que era riqueza del Estado y, por ende, riqueza común de los ciudadanos, que debía ser gestionada y protegida). En su esencia, no se diferencian mucho de cualquier tipo de propiedad estatal.

La novedad que incorporan los que ahora son conocidos como tales fondos soberanos es que, en su caso, la riqueza que acumulan se entiende afectada o asociada al cumplimiento de una finalidad concreta: la preservación de riqueza para el futuro, bien sea para el disfrute general de futuras generaciones, bien porque se utilizará para pagar las pensiones cuando los ingresos que se obtengan de las cotizaciones sociales no sean suficientes para hacer frente a las obligaciones del sistema de la seguridad social.

Otra característica de los fondos soberanos es que los activos que tienen en cartera se supone que son fundamental, cuando no exclusivamente, activos financieros y que están segregados del resto de los activos de cualquier tipo que pudiera tener el sector público.

Demasiado dinero

El origen de la crisis financiera actual puede atribuirse a diferentes causas, pero en todas ellas subyace un elemento explicativo común que los anglosajones concentran en esta expresión "*too much money chassing too few assets*" o, en su traducción al castellano, "demasiado dinero a la caza de muy pocos activos".

La enorme acumulación de patrimonio de los fondos soberanos en los años previos a la crisis no es ajena, pues, a esa situación. Como no lo es el enorme ahorro acumulado a escala mundial (fondos de inversión, fondos de pensiones, depósitos, etc.), por no hablar de la posibilidad de apalancamiento que ofrecen los productos derivados.

Ya en 2006, y consciente del poder que pueden llegar a acumular este tipo de fondos, la revista *Euromoney*, en una de las pocas menciones que de ellos se hacían en el año 2006, en un artículo titulado: "La nueva carrera armamentista" citaba a un directivo de State Street Global Advisers que proponía la creación de un club de países emergentes acreedores de los gobiernos de los países desarrollados. Y añadía que las funciones de ese club de acreedores (o nuevo Club de París) serían, desde controlar que la inflación no deteriorara el valor de esos activos, hasta las restricciones y prohibiciones que los gobiernos ponían por razones de tipo político o estratégico a las adquisiciones por parte de los fondos soberanos de activos reales en los países objeto de la inversión.

Curiosa premonición, pues, de lo que habría de llegar más tarde, en 2010 y 2011, con la crisis de la deuda pública de Grecia, Irlanda o Portugal y amenazas a la de España, Italia y Bélgica, una crisis que no parece haber terminado aún y que todo el mundo teme que pueda extenderse en algún momento a la emitida por los municipios de los EE.UU., e incluso a la propia deuda pública del Tesoro de este país.

La guerra a la que se refería *Euromoney* es obviamente una lucha, en principio, incruenta, por acceder a las inversiones rentables, en un proceso retroalimentado que puede terminar convirtiéndolas (precisamente por esa carrera en la que se hinchan los precios) en totalmente desaconsejables.

Los problemas que plantean los fondos soberanos al invertir fuera de sus países de origen pueden ser de muy diferente tipo, como diferentes son los gobiernos que finalmente controlan, de manera directa o indirecta, los criterios de inversión utilizados por ellos. Uno de los más destacados es el freno a sus inversiones por razones de tipo geopolítico: a la mayoría de los gobiernos no les gusta ver que empresas estratégicas de su país puedan terminar controladas por organismos públicos de un país diferente.

De dónde procede el dinero de los fondos soberanos

El origen de los recursos que se van acumulando en los fondos soberanos puede situarse en todas las esferas de la actividad económica. Los casos más conocidos, probablemente, lo sitúan en la renta de los yacimientos petrolíferos (tal sería el caso del de Noruega y de los de los países de Oriente Medio), pero también de cualquier otra fuente de riqueza natural en la que pueda pensarse.

El Estado puede decidir mantener una empresa pública como tal, o privatizarla y asignar los recursos obtenidos al fondo soberano o, directamente, traspasarle la titularidad de unas acciones: tal es el caso del de Australia (el llamado Fondo del Futuro), al que el Gobierno decidió aportar la parte de la empresa pública de Telecomunicaciones Telstra, que no había sido privatizada en los años noventa.

Igualmente podría nutrirse del superávit fiscal acumulado o, en su caso, del superávit obtenido por la Seguridad Social, como ha sido el caso español al constituir con él un Fondo de Reserva.

La ética de los fondos soberanos

La "ética en los negocios" es un oxímoron que en los últimos veinte años también se ha vuelto omnipresente, rindiendo, a veces, frutos concretos, y quedándose otras, quizás las más, en mera cuestión de palabras. Para los fondos soberanos originarios de países con "democracias homologadas", ese intento de mantener unos estándares éticos para las inversiones se convierte en característica esencial. Así, es conocida la actitud que ha adoptado el fondo soberano de Noruega frente a las inversiones en acciones u obligaciones de Walmart, la empresa norteamericana de grandes superficies, tras la acusación de algunas de sus empleadas de trato discriminatorio.

En el nacimiento de alguno de los fondos soberanos se perfilaba ya el rechazo a invertir en cualquier tipo de activo ligado a empresas que no tuvieran una decidida actitud de evitar desde el trabajo infantil a la contaminación del medio ambiente, y desde la discriminación por razón de género hasta la venta de armas o la inseguridad en el trabajo. En los países democráticos es normal que los fondos soberanos tengan en sus estatutos el mandato de invertir en países o empresas que no estén implicadas en actividades que se consideren ilegales en el país de origen o que, dicho de manera más general, no respeten los derechos humanos.

Una guía para muchos de ellos es sin duda el documento en el que se plasman los Principios para la Inversión Responsable elaborados por la organización de Naciones Unidas. En la página *web* de esta organización se puede encontrar la relación de inversores institucionales que se han adherido a sus preceptos, desde el fondo de pensiones de los funcionarios de California (Calpers), hasta los fondos soberanos de Noruega, Australia o Nueva Zelanda.

Para este tipo de fondos soberanos también son extremadamente importantes, y las más de las veces requisito imprescindible, el que las empresas en las que se va a invertir puedan lucir unos buenos estándares de gobierno corporativo.

En qué invertir

Los fondos soberanos, como cualquier otro inversor institucional, tienen un destino obvio inicial para el patrimonio que acumulan: la deuda pública de los EE.UU. y la diversificación hacia la deuda denominada en euros, libras esterlina, yenes o francos suizos, replicando de ese modo la combinación de activos que ya poseen los bancos centrales con sus respectivas reservas de divisas.

Sin embargo, a los fondos soberanos se les exige más: que inviertan también en otro tipo de activos, mediante la toma de participación accionarial en empresas de los países más desarrollados, bien con el propósito de generar una corriente de dividendos (y aspirando a la revalorización de esos activos también), bien de manera que contribuyan al desarrollo más acelerado de sus respectivos países, cuando se trata de economías emergentes.

El problema con las inversiones que no se limitan a la posición conservadora de comprar deuda pública con calificación de AAA, es que pueden hacerse a contrapelo de la evolución del mercado o directamente en activos que nunca darán una rentabilidad sostenida.

Hay ejemplos tanto de lo primero como de lo segundo. Así, poco antes de que la crisis financiera comenzara, el fondo soberano chino decidió hacerse con una participación importante en BlackStone, la empresa de *private equity,* coincidiendo con su salida a cotizar en bolsa. Era el momento de las mega-operaciones, en que Carlyle, Blackstone, y otras, competían por ver quien lanzaba la OPA más abultada y en el que la prensa especializada daba ya por sentado que en poco tiempo se superarían los 100.000 millones de dólares en una sola compra. Pero, de pronto, la crisis financiera se hizo presente, y la recién cotizada acción de Blackstone perdía el 90 por 100, pasando de un

precio de salida cercano a los 40 dólares a otro que apenas llegaba a 4.

Algo parecido les pasó a los fondos árabes que compraron paquetes de acciones de diferentes bancos a lo que entonces parecían buenos precios, solo para ver poco después como la cotización se reducía prácticamente a cero.

Pero el pasado que vuelve

Y es que las experiencias del pasado a veces muestran operaciones muy alejadas de una buena gestión.

La acumulación de petrodólares de los años setenta, fruto de las dos crisis energéticas, llevó a algunos países del Golfo Pérsico a realizar compras, entre extravagantes y poco rentables, que acabaron en pérdidas enormes que impidieron que se conservara una parte de lo que estaría destinado, en un futuro lejano, a mitigar la pérdida de riqueza que habría de producirse por el agotamiento de los recursos naturales.

Aunque no fueron solo los productores de petróleo los que cometieron ese tipo de errores. También empresas de Japón, la estrella rutilante de los ochenta, terminaron haciendo inversiones en estudios de Hollywood o en el Centro Rockefeller de Nueva York, casi en la víspera misma de que se iniciara en Japón la llamada "década perdida"; errores que tienen la atenuante de que casi todo el mundo atribuía entonces a Japón la condición de semi-invencible, algo que quedó bien reflejado en el libro contemporáneo de Lester Thurow titulado *Head to Head*.

Por eso hay que desmitificar también ahora el aura de invencibilidad que tienen los fondos soberanos: gestionar cuantiosos recursos no debe confundirse con capacidad de realizar buenas inversiones, lo mismo que poder de tiro no equivale a buena puntería. Algo que, por otra parte, puede aplicarse a todo tipo de inversores institucionales, sean privados o públicos, fondos soberanos o no.

Otro ejemplo reciente de gestión de inversiones poco afortunada recibió mucha atención coincidiendo con la suspensión de los pagos de su deuda por parte de Dubai World, una de las tres grandes empresas públicas de Dubai, a finales de 2009: su intento por tomar posición en empresas norteamericanas, les había llevado a fijarse en MGM Mirage City Center, un casino en Las Vegas. En el momento de declarar la mora en sus pagos, Dubai World ya perdía la mitad del precio que había pagado por él. Algo antes también se habían topado con un obstáculo estratégico-político al intentar comprar a un competidor que operaba puertos en los EE.UU., y ser la compraventa impedida por el Congreso norteamericano.

La crisis puso todo a prueba

Curiosamente, muy poco antes de comenzar la crisis o, mejor dicho, con la crisis ya iniciada pero en un ambiente en el que nadie quería creerse lo que estaba empezando a suceder, algunos de los fondos soberanos más potentes realizaron inversiones que habrían de proporcionarles muchos disgustos apenas un año después.

Así, la China Investment Corporation compraba en diciembre de 2007 bonos convertibles de Morgan Stanley por valor de 5.600 millones de dólares. Para septiembre de 2008 acumulaban pérdidas por valor de 4.000 millones.

No mucho más afortunados fueron Corea del Sur y Kuwait comprando acciones de Merrill Lynch; o la Abu Dabhi Investment Corporation que, en noviembre de 2007, compró bonos convertibles de Citigroup por valor de 7.500 millones de dólares.

Y así se podrían prolongar los ejemplos para fondos soberanos y para fondos de pensiones.

Todo ello muestra, que los fondos soberanos, además de falibles como todos, se negaron a aceptar la inminencia e inmensidad de la crisis; algo que ya había resultado patente a mediados de agosto de 2007 con la congelación del mercado interbancario europeo, tanto en euros como en dólares. ¿De qué otra forma si no podrían explicarse esas decisiones de inversión? Aunque parece la maldición propia de las empresas con "músculo financiero": el estar condenadas a entrar en una carrera por invertir donde quiere hacerlo todo el mundo (algo parecido les sucedió a las empresas de telefonía en el año previo al estallido de la burbuja tecnológica, pujando fuerte por las licencias de 3G. También entonces, la inminente recesión acentuó el perfil irracional de la competición).

En fin, idealmente, los fondos soberanos no son sino sociedades o fondos de inversión tenedores de activos financieros propiedad del Estado; activos que éste ha segregado para poder hacer frente a obligaciones futuras que el propio Estado tiene asumidas, siendo el Fondo de Pensiones del Gobierno Noruego el modelo que todo el mundo tiende a imitar. La clave de su éxito estará, en general, no solo en el éxito de las inversiones que lleve a cabo sino en que la legislación del país deje claro que no estará sometido a los diferentes vaivenes políticos, ni a los aún más peligrosas decisiones políticas ligadas al ciclo económico; es decir, a la tentación de que lo que está destinado a satisfacer necesidades futuras termine siendo fagocitado por las del presente.

La situación de las principales gestoras españolas en la industria de inversión colectiva

Mercedes Alda García
Luis Ferruz Agudo
*Ruth Vicente Reñé**

1. Introducción

Cada vez más inversores optan por elegir la industria de la inversión colectiva. Concretamente, la inversión en fondos de inversión y planes pensiones (a través de los fondos de pensiones) está alcanzando grandes cuotas de mercado, tanto a nivel nacional como internacional. En concreto, la inversión en fondos de inversión en el mundo superaba los 20 billones de euros en 2010, mientras que en España esta cifra alcanzó más de 138 mil millones de euros en 2010. Respecto a los planes de pensiones, superó, en el mundo, los doce billones y medio de euros en 2009 y, en España, alcanzó más de 84.700 millones s en 2010.

Estos dos productos de inversión presentan semejanzas, ya que ambos son instrumentos de inversión colectiva, no obstante, sus diferencias son notables.

Por un lado, los planes de pensiones constituyen un instrumento de ahorro en el que los sujetos o partícipes realizan aportaciones, periódicas o extraordinarias, con el objetivo de formar a largo plazo un capital que les podrá servir como complemento de la pensión pública en el momento de la jubilación, pero a la que no sustituyen en ningún caso (RD Legislativo 1/2002). Los fondos de pensiones son el instrumento a través del cual se realiza la inversión de los planes de pensiones, ya que estos no pueden realizar por sí mismos la inversión de las cuantías aportadas.

Por otro lado, los fondos de inversión son un instrumento de inversión que capta fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en diferentes productos (acciones, valores de renta fija, derivados), con el objetivo de obtener una rentabilidad en un determinado periodo de tiempo (Ley 35/2003, de 4 de noviembre, instituciones de inversión colectiva.) En los fondos de inversión cualquier inversor puede entrar o salir según su conveniencia, comprando o vendiendo participaciones.

No obstante, como característica común a ambos productos destaca el hecho de que ambos captan públicamente fondos de diferentes inversores/ahorradores para realizar una inversión en activos, recayendo su administración en un grupo de gestores especializados.

Tanto en el caso de las pensiones como en el de fondos de inversión, es la entidad gestora la que se encarga de la gestión y administración del fondo, percibiendo una comisión de gestión por la prestación de sus servicios; mientras que la entidad depositaria se encarga de la custodia y depósito de los activos financieros del patrimonio del fondo, recibiendo también una comisión de depósito por esta labor.

Como podemos observar, las entidades gestoras desempeñan una labor muy importante tanto en la industria de los fondos de inversión como en la de pensiones; de hecho, en ellas recae la tarea de realizar una correcta inversión de los activos y, por tanto, de que los inversores alcancen sus objetivos; es decir, obtener una buena rentabilidad de la inversión y, adicionalmente, en el caso de las pensiones, disponer de un capital a largo plazo para el momento de la jubilación.

Se debe destacar que las entidades gestoras que operan en España presentan unas características particulares,

* Universidad de Zaragoza.

de manera que en muchos casos, una misma institución financiera posee gestoras que administran tanto fondos de inversión como de pensiones, de manera que actúa como grupo gestor y, simultáneamente, posee un conjunto de gestoras que, a su vez, pueden gestionar varios fondos.

Por todo ello, a lo largo de este trabajo vamos a estudiar las características de las gestoras de fondos de inversión y de pensiones españolas desde una perspectiva comparada, lo que nos permitirá extrapolar conclusiones sobre la situación actual en el mercado de esta industria. Igualmente, evaluamos su desempeño de manera comparada. Para finalizar estudiamos más detenidamente el caso de las gestoras más importantes en las dos instituciones financieras analizadas.

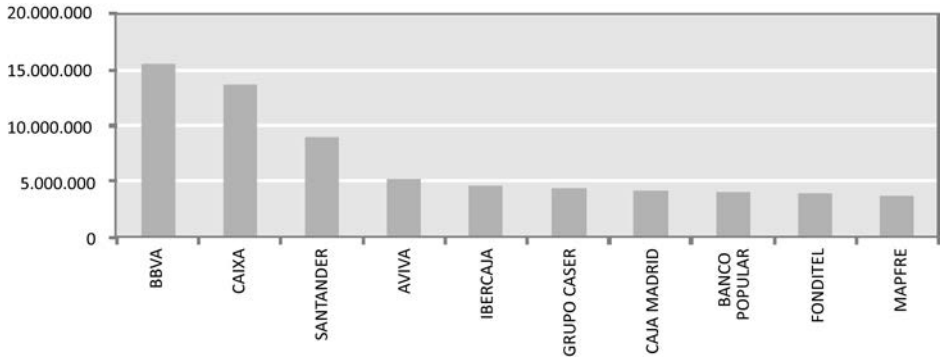
2. Análisis cuantitativo de las principales gestoras

En el mercado de planes de pensiones operan 86 gestoras agrupadas en 77 grupos gestores, de manera que un grupo gestor posee varias gestoras. Las 86 gestoras administran un total de 1.248 fondos de pensiones, que representa la inversión de los 3.416 planes de pensiones españoles existentes en 2010. Igualmente, varios planes invierten en un mismo fondo.

En el mercado de fondos de inversión en España operan 102 gestoras que administran un total de 2.481 fondos de inversión.

Gráfico 1

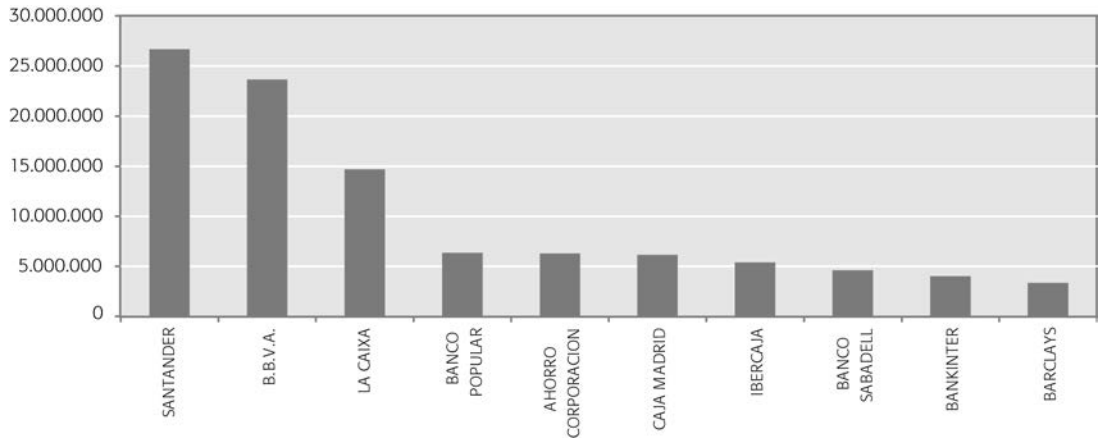
PATRIMONIO DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE PLANES DE PENSIONES EN 2010, EN MILES DE EUROS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Gráfico 2

PATRIMONIO DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN 2010, EN MILES DE EUROS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Al analizar las principales magnitudes de estas instituciones queda patente el crecimiento que están experimentando en los últimos años: patrimonio, número de fondos, cuota de mercado y distribución de los fondos y planes por gestoras.

Los gráficos 1y 2 recogen el patrimonio de los diez primeros grupos de gestores de planes de pensiones y fondos de inversión en 2010, en miles de euros.

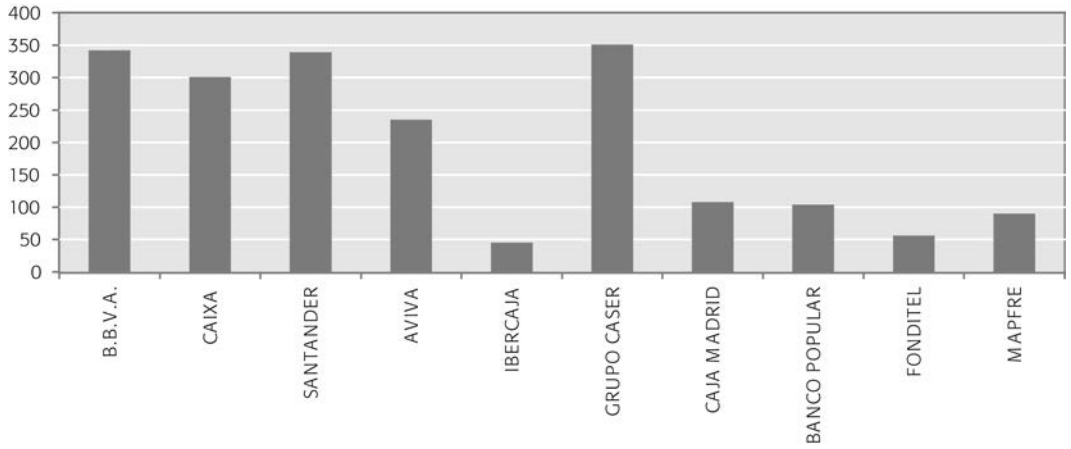
Destacan las tres primeras gestoras en los dos casos: Santander, BBVA y La Caixa. Santander ocupa el primer lugar en fondos de inversión, mientras que en pensiones pasa al tercero, siendo BBVA el líder.

Las diez primeras gestoras en planes de pensiones son: BBVA, La Caixa, Santander, Aviva, IberCaja, Grupo Caser, Caja Madrid, Banco Popular, Fonditel y MAPFRE; y en los fondos de inversión: Santander, BBVA, La Caixa, Banco Popular, Caja Madrid, Ahorro Corporación, Banco Sabadell, IberCaja, Bankinter y Barclays.

En los gráficos 3 y 4 se puede observar el número de planes de pensiones y fondos de inversión de los principa-

Gráfico 3

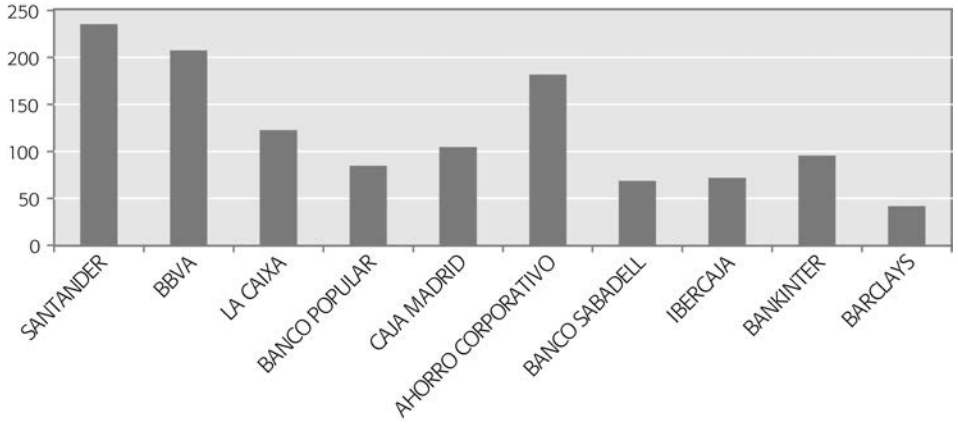
NÚMERO DE PLANES DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE PLANES DE PENSIONES EN 2010



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Gráfico 4

NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN 2010. (FONDOS MOBILIARIOS)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

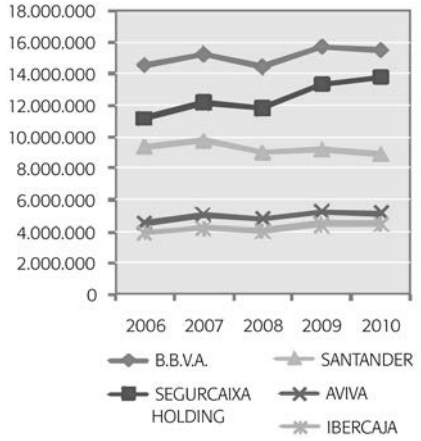
les grupos gestores, ordenados por importancia de patrimonio. Las gestoras con más patrimonio no coinciden en todos los casos con los que más fondos o planes tienen. Destacan en planes de pensiones: Grupo Caser y BBVA, y en fondos de inversión: Santander y BBVA.

Los siguientes gráficos 5 y 6 muestran la evolución del patrimonio de los cinco primeros grupos gestores de planes de pensiones y fondos de inversión durante los últimos cinco años. En planes, la evolución es simétrica y constante durante todo el periodo analizado, mientras que en fondos destaca la disminución de capital experimentada por Santander y BBVA. La única gestora que ha incrementado su volumen patrimonial ha sido La Caixa. Por tanto, los principales grupos gestores de fondos de inversión han ido perdiendo peso en los últimos cinco años.

En las tablas 1 y 2 observamos las cuotas de mercado de los grupos gestores de planes de pensiones y fondos de inversión, en porcentaje respecto al patrimonio total, que se plasman en los gráficos 7, 8, 9 y 10. En todos ellos se comprueba la elevada concentración en las dos industrias, ya que, las diez gestoras más importantes de España administran más del 90 por 100 y 70 por 100 de los planes de pensiones y fondos de inversión, respectivamente.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS CINCO PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE PLANES DE PENSIONES EN LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS, EN MILES DE EUROS*

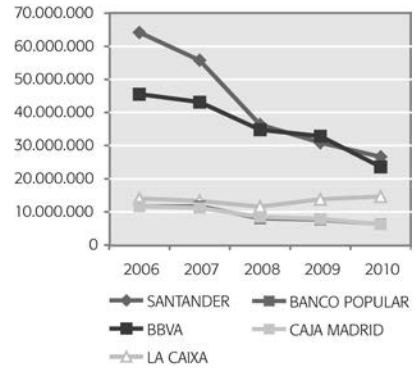


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

* A pesar de que Aviva presenta mayor patrimonio que IberCaja durante los cinco últimos años, se debe destacar que esto es debido a la agrupación de diferentes gestoras bajo esta denominación en 2008; concretamente: Aseguradora Valenciana, CXG Aviva Corporación C.G. SYR, Unicorp Vida C.S.R., Caja España Vida, Caja Murcia Vida, Aviva Vida y Pensiones, y Caja Granada Vida. De esta manera, Aviva figura entre los cinco primeros en 2010, ya que durante los años 2006 y 2007 se encontraba en su lugar Fonditel, en cuarto lugar con 5.356.510 y 5.388.833 miles de euros, respectivamente, y en los años 2008 y 2009, el Grupo Caser figuraba en el cuarto y quinto puesto con 3.917.821 y 4.576.196 miles de euros, respectivamente.

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS CINCO PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS, EN MILES DE EUROS**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

**Santander lidera durante todos los años excepto en 2009, en el que BBVA ocupa la primera posición con 30.877.833 miles de euros. Ahorro Corporación se encuentra en la cuarta posición entre 2006 y 2008, con un patrimonio gestionado de 13.138.801, 13.148.905 y 9.196.472 miles de euros, respectivamente. Durante estos años, la quinta posición varía entre Banco Popular y Caja Madrid, que durante los cinco años aparecen en cuarto y quinto lugar, aunque con patrimonios muy similares.

También se aprecia que las dos gestoras más importantes, presentan cuotas superiores al 40 por 100 del patrimonio total gestionado. Este hecho resulta preocupante para la eficiencia del sector, teniendo en cuenta su gran repercusión social.

La leve disminución en la concentración de la industria de fondos de inversión se debe al proceso de liberalización del mercado iniciado en 2002, con las directivas comunitarias: 107/2001 y 108/2001, recogidas en la Ley 35/2003, que permite que las gestoras europeas puedan competir libremente en los estados miembros de la Unión Europea, lo que provoca que únicamente se mantengan en el mercado las gestoras más eficientes. De esta forma, los partícipes no sólo confían en la imagen del grupo financiero que respalda al fondo, sino también en el equipo de gestión.

Tabla 1

CUOTA DE MERCADO DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE PLANES DE PENSIONES EN 2010

(en % respecto al patrimonio total)

Grupo	Cuota de mercado (%)
B.B.V.A.	18,27
LA CAIXA	16,20
SANTANDER	10,58
AVIVA	6,05
IBERCAJA	5,33
GRUPO CASER	5,02
CAJA MADRID	4,81
BANCO POPULAR	4,68
FONDITEL	4,49
MAPFRE	4,17
OTROS	20,40

Fuente: INVERCO.

Tabla 2

CUOTA DE MERCADO DE LOS DIEZ PRIMEROS GRUPOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN 2010

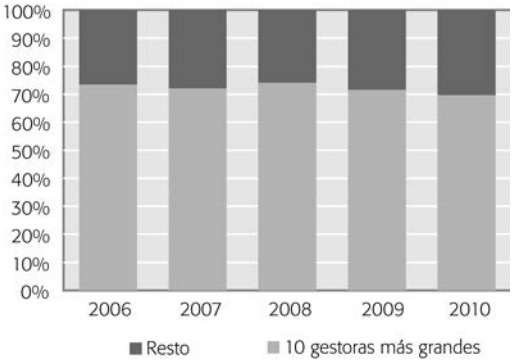
(en % respecto al patrimonio total)

Grupo	Cuota de mercado (%)
SANTANDER	18,46
BBVA	16,36
LA CAIXA	10,15
BANCO POPULAR	4,37
CAJA MADRID	4,31
AHORRO CORPORACIÓN	4,21
BANCO SABADELL	3,71
IBERCAJA	3,16
BANKINTER	2,75
BARCLAYS	2,27

Fuente: INVERCO.

Gráfico 7

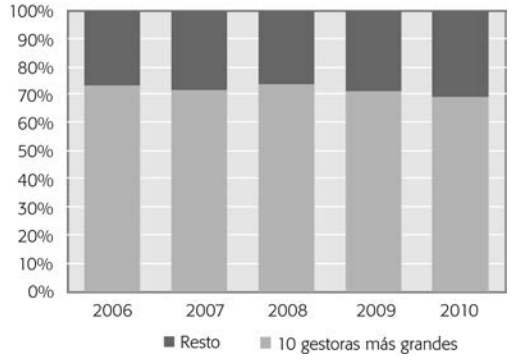
EVOLUCIÓN EN LA CUOTA DE MERCADO DE LAS DIEZ PRIMERAS GESTORAS DE PENSIONES RESPECTO AL TOTAL DE GESTORAS (2006 A 2010)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Gráfico 8

EVOLUCIÓN EN LA CUOTA DE MERCADO DE LAS DIEZ PRIMERAS GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN RESPECTO AL TOTAL DE GESTORAS (2006 A 2010)

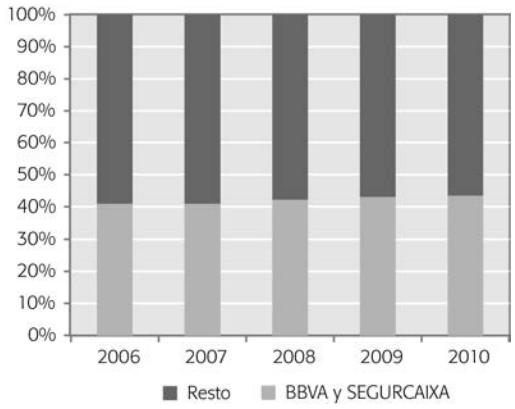


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

A continuación, en las tablas 3 y 4, se expone la agrupación de las gestoras en función del número de planes y fondos. Se puede comprobar la gran asimetría existente en el número de fondos que gestionan las gestoras. Por un lado, hay bastantes gestoras que administran únicamente 1, 2 ó 3 fondos, sobre todo en fondos de inversión y, por otro lado, existen algunas grandes gestoras que gestionan más de 100 fondos. En este caso, volvemos a observar la gran concentración presente en el mercado, ya que las principales gestoras son las que poseen un mayor número de fondos, en comparación con el resto.

Gráfico 9

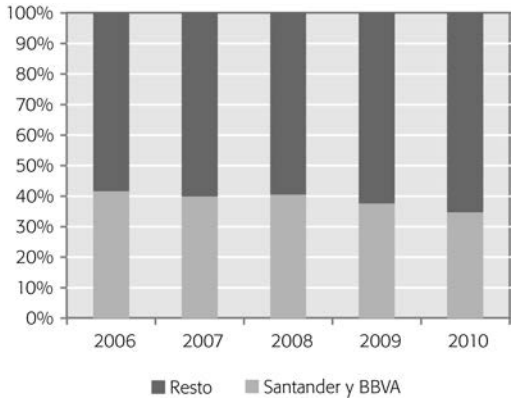
EVOLUCIÓN EN LA CUOTA DE MERCADO DE LAS DOS PRINCIPALES GESTORAS DE PENSIONES RESPECTO AL TOTAL (2006 A 2010)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Gráfico 10

EVOLUCIÓN EN LA CUOTA DE MERCADO DE LAS DOS PRINCIPALES GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN RESPECTO AL TOTAL (2006 A 2010)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Tabla 3

AGRUPACIÓN DE ENTIDADES GESTORAS DE PENSIONES SEGÚN EL NÚMERO DE FONDOS Y PLANES QUE POSEEN

Nº fondos	Nº gestoras	Nº planes	Nº fondos	Nº gestoras	Nº plan	Nº fondos	Nº gestoras	Nº planes	Nombre gestora
1	8	1	7	1	8	17	1	17	
1	3	2	7	1	9	18	2	19	
2	2	2	7	1	10	19	1	27	
2	1	4	8	1	11	19	1	29	
3	3	3	8	1	54	19	1	30	
3	1	4	9	2	9	19	1	52	
3	1	8	9	1	11	21	1	27	
3	2	3	9	1	12	21	1	65	
4	1	4	9	1	16	22	1	22	
4	1	5	10	1	11	24	1	48	
4	1	7	10	1	13	26	1	34	
4	2	13	10	1	15	31	1	44	Ibercaja
4	1	18	10	1	28	36	1	103	Europensiones
4	2	4	10	1	33	39	1	106	Aseguradora Valenciana
5	2	5	11	1	11	40	1	87	BBVA Pensiones
5	1	10	11	1	12	43	1	177	Banco Sabadell
5	1	6	11	1	29	48	1	235	Gestión de previsión y pensiones
6	1	6	12	1	14	52	1	107	Caja Madrid
6	1	7	12	1	96	95	1	333	Grupo Caser
6	1	8	14	1	14	107	1	338	Santander
6	1	10	16	1	16	128	1	300	Vida Caixa
6	1	18	16	1	37				
7	2	7	16	1	73				

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Tabla 4

AGRUPACIÓN DE ENTIDADES GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN SEGÚN EL NÚMERO DE FONDOS QUE POSEEN

Nº fondos	Nº gestoras	Nº fondos	Nº gestoras	Nombre gestora
1	6	27	1	
2	6	28	1	
3	7	29	3	
4	6	30	1	
5	3	34	1	
6	3	35	2	
7	6	36	2	
8	7	41	2	
9	5	43	1	
10	1	47	1	
11	1	58	1	
12	1	66	1	
13	1	68	1	Bilbao Bizkaia Kutxa
15	1	71	1	Ibercaja
17	1	72	1	Bancaja
18	3	84	1	Banco Popular
20	1	95	1	Bankinter
21	3	104	1	Caja Madrid
22	2	122	1	La Caixa
23	1	181	1	Ahorro Corporacion
24	1	207	1	B.B.V.A.
25	2	235	1	Santander

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

Conclusiones

Tras analizar diferentes magnitudes del estado de situación de las gestoras españolas que administran fondos de inversión y de pensiones, hemos comprobado la gran concentración en el mercado de las dos industrias, ya que sólo los diez primeros grupos gestores poseen la mayoría del capital invertido, número de fondos y cuota de mercado.

Además, existe una gran similitud entre las dos instituciones financieras en todas las cuestiones analizadas; solamente encontramos leves diferencias en los equipos gestores líderes, ya que en pensiones, lidera BBVA y la Caixa, y en fondos de inversión, Santander y BBVA.

Al observar la evolución de los dos grupos gestores líderes en fondos de inversión destaca la pérdida de cuota de mercado en los últimos años, consecuencia de las medidas liberalizadoras. A pesar de esto, siguen siendo líderes en el sector, ya que han entrado un gran número de pequeñas gestoras europeas con bajas cuotas de mercado.

Dada la mayor cultura financiera de la población, se observa que los partícipes se centran en mayor medida en las características del fondo de inversión, y no únicamente en la entidad gestora. Sin embargo, este hecho no es apreciable en pensiones, ya que existen restricciones legales para operar fuera del país.

En último lugar, tres grupos financieros: Santander, BBVA y La Caixa dominan el mercado, tanto de fondos de inversión como de pensiones. De esta manera, el futuro de la industria de inversión colectiva española depende de que realicen una adecuada gestión de los recursos invertidos.

Bibliografía

Directiva 107/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 enero de 2002, que modifica la Directiva 611/1985 del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 108/2001, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 611/1985 del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM.

Instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones (INVERCO): www.inverco.es

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1) Los bancos alemanes y su exposición a Grecia

Commerzbank y Deutsche Bank, los dos mayores bancos de Alemania por capitalización bursátil, han decidido realizar ampliaciones de capital para afrontar las pruebas de solvencia que tendrán lugar el próximo junio con los deberes hechos. Si estas operaciones culminan con éxito, es muy posible que Berlín dé luz verde a una reestructuración de la deuda griega y Atenas podría entonces aliviarse de parte de la presión que ejercen sobre ella los mercados internacionales.

La rentabilidad de los bonos griegos a diez años se acercó a principios de abril al 13 por 100, cuando el 20 de mayo de 2010, en plena crisis de deuda de la zona del euro, esa tasa no alcanzaba el 8,10 por 100. Ante este escenario de incertidumbre, son muchos los expertos que consideran que una reestructuración de la deuda es la forma más rápida y segura de devolver parte de la confianza perdida a la economía helena. Así, el Tesoro griego se aseguraría retrasar los vencimientos de su deuda o, directamente, pagaría a los tenedores de sus bonos menos de lo establecido en las subastas.

El problema es que entre los mayores bonistas griegos se encuentran los principales bancos alemanes y ello implica que si la reestructuración se lleva a cabo, las instituciones financieras teutonas cobrarán más tarde de lo previsto o recibirán un importe menor. Y eso podría trastocar sus cuentas. De ahí que para dar su visto bueno a la reestructuración, Berlín haya puesto como condición que los test de estrés den como resultado un perfil solvente para la banca germana. Hasta entonces, Atenas deberá esperar.

En Francfort, sin embargo, ya han comenzado los preparativos. El Commerzbank ha anunciado que aspira ingresar 11.000 millones de euros mediante una ampliación de capital que le ayude a devolver al Estado los 18.200 millones que le fueron inyectados a cambio del 25 por 100 de su capital durante la crisis financiera. La cúpula ejecutiva de esta institución financiera pretende pagar gran parte de las ayudas antes del mes de junio, cuando tienen lugar los test de estrés.

Con este movimiento, el banco quiere estar preparado para unas pruebas de solvencia que serán más exigentes que las realizadas en julio de 2010, según prevén distintos expertos, aunque el Bundesbank haya manifestado que para el sector financiero germano el escenario de esos test de estrés incluirá un riesgo particular, al margen del resto de países de la zona del euro.

El Deutsche Bank también ha anunciado que está barajando la posibilidad de llevar a cabo una ampliación de capital en mayo. La entidad que dirige Josef Ackermann, la mayor de Alemania por activos y una de las más influyentes del planeta, quiere captar 18.000 millones de euros para, a su vez, preparar mejor su balance de cara a los test de solvencia. Los expertos opinan que, según los requerimientos ante situaciones de riesgo establecidos por Basilea III, el Deutsche Bank es uno de los bancos peor preparados del sector. Y aunque esta entidad no ha solicitado formalmente ayuda estatal, sí ha recibido apoyos indirectos de Berlín, como facilidades de crédito a raíz de la adquisición del Deutsche Postbank hace unos meses.

Las necesidades de capital de estos dos gigantes alemanes contrastan, por ejemplo, con las del sistema bancario español, tan cuestionado en las últimas semanas. La

situación de los bancos alemanes en el contexto de la crisis de deuda de la zona del euro no es alentadora. El sector bancario teutón aumentó en el tercer trimestre de 2010 un 10,9 por 100 su exposición en activos financieros de Grecia, Irlanda, Portugal y España, los países más castigados por la crisis de deuda que lleva azotando Europa desde hace más de un año. Así, los bancos teutones han pasado de tener 512.700 millones de dólares (368.420 millones de euros) de exposición a estos países en el segundo trimestre del año pasado, a 568.600 millones de dólares (408.589 millones de euros) a finales del pasado mes de septiembre, según los últimos datos publicados por el Banco Internacional de Pagos (BIS).

La otra opción que tiene Bruselas para Atenas, sin contar la de la quiebra técnica, es ampliar el rescate financiero por valor de 110.000 millones de euros que fue aprobado el pasado mayo. No obstante, y según fuentes del Gobierno alemán consultadas por el diario *Financial Times Deutschland*, el coste político que supondría tomar esta decisión sería demasiado alto, por lo que Berlín se opondría a esta solución y finalmente no se llevaría a cabo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) no respalda una posible reestructuración de la deuda griega: "Como hemos asegurado en repetidas ocasiones, el FMI apoya la postura del Gobierno griego de que el país no necesita aplicar una reestructuración de su deuda, igual que apoya su determinación de cumplir el compromiso que mantiene con los tenedores de deuda soberana. Cualquiera que afirme lo contrario, está equivocado", aseguró una portavoz del organismo multilateral después de que el semanario alemán *Der Spiegel* publicase informaciones que explicaban, precisamente, que Atenas ya había establecido contactos con Bruselas para llevar a cabo una reestructuración con el beneplácito del FMI.

2) La nueva regulación británica abre la puerta a la deslocalización financiera

La regulación bancaria que estudia aprobar el Reino Unido el próximo septiembre podría suponer un retroceso en el tiempo para el famoso emplazamiento financiero de la City: Canary Wharf. Hasta 1980, esta zona era un complejo de muelles a orillas del Támesis. Ahora encara un futuro incierto, pues ya son varios los bancos que han amenazado con mudarse a otras latitudes si la normativa en la que se trabaja sale adelante.

El último caso ha sido el de Barclays, que ya ha iniciado conversaciones con los reguladores estadounidenses para establecer su sede en Nueva York debido a que estas normas entrarán en vigor el próximo septiembre y requerirán mayores ratios de capital a las entidades radicadas en Reino Unido. Los directivos del Barclays ya han gastado 30 millones de libras (unos 34 millones de euros) en preparar la supuesta mudanza, y ahora evalúan los "cientos de millones de libras" que conllevaría completarla, según informa el diario estadounidense *The Wall Street Journal*, citando a una fuente sin identificar.

A pesar de estos avances, no se espera ninguna decisión hasta el próximo otoño, debido a que el Ejecutivo británico no anunciará la regulación finalmente aprobada hasta esa fecha. Además, en EEUU los reguladores también deben decidir qué aspectos de la Ley Dodd-Frank (que busca la transparencia en el sector financiero) se incorporan a Wall Street, aunque son ya varios los expertos que han vaticinado unas medidas más suaves que las que se avecinan en Londres.

Aunque la polémica inicial en las negociaciones que mantiene el Tesoro británico con los grandes bancos surgió en torno a las retribuciones de los directivos (entre las que se encuentran los famosos y polémicos *bonus*), la discusión se centró posteriormente en la fortaleza financiera que debe asumir cada entidad para hacer frente a eventuales crisis (Tier 1). Barclays cuenta actualmente con un Tier 1 del 7,81 por 100 y puede que tenga aumentarlo hasta el 10 por 100. De establecerse ese porcentaje, el coste para la entidad será de 15.000 millones de libras (algo más de 17.000 millones de euros) en 2012, lo que equivale al 40 por 100 de su capitalización bursátil actual.

El caso de Barclays se suma así los de HSBC y Standard Chartered. Ambas entidades ya han advertido al primer ministro británico, James Cameron, de que si se aprueba una regulación que exija separar los negocios de banca de inversión y banca minorista tomarán medidas drásticas, como el traslado de sus respectivas sedes a Asia y, en concreto, a China. Porque la pérdida de clientes sería importante, ha asegurado Douglas Flint, consejero delegado de HSBC. Durante una conferencia organizada por el banco de inversión Morgan Stanley, Flint también argumentó que la lista de 20 bancos que generan riesgo sistémico debería estar compuesta, como mínimo, por 80 entidades.

Pero las protestas de los banqueros no sólo se dan en el Reino Unido. En Europa ya se han pronunciado varias instituciones financieras que, aunque no han amenazado directamente con su traslado, sí han pedido pruebas de solvencia con un grado de exigencia moderado.

Por su parte, el consejero delegado de BNP Paribas, Baudouin Prot, ha manifestado que los reguladores banca-

rios no deberían adoptar medidas duras contra las entidades, sino buscar una negociación con los banqueros basada en "el sentido común". Unas pruebas de solvencia severas afectarán al crecimiento del sector y por lo tanto a la economía, augura Prot.

También se ha pronunciado el banco holandés ING, que asegura en un comunicado que las normas aprobadas el año pasado en el marco de Basilea III (pero que aún no han entrado en vigor) tendrán un efecto en sus cuentas más negativo que el esperado. De incorporase ahora lo acordado en Basilea, el Tier 1 de ING pasaría del 9,6 por 100 actual, al 8,3 por 100.

En Irlanda, los test de estrés que se realizaron el pasado 30 de marzo sobre las cuatro mayores entidades del país arrojaron unas necesidades de capital adicional de 24.000 millones de euros, lo que eleva la factura total a 70.000 millones, el 45 por 100 del PIB del que fuera el *tigre celta*.

3) Las small caps despiertan el interés inversor

El índice bursátil que agrupa a las 30 compañías de menor capitalización entre las empresas cotizadas españolas ha mostrado una gran fortaleza en los últimos meses y parece prepararse para tomar el relevo alcista del Ibex 35. Los analistas apuntan que el actual panorama económico favorece el apetito por las pequeñas empresas del Mercado Continuo frente a las 35 grandes que integran el principal índice español.

La carrera alcista del selectivo Ibex 35 desde comienzos de 2011 le ha llevado a anotarse una revalorización superior al 7 por 100 durante el primer trimestre, y abril comenzó con nuevos avances. Sin embargo, según los expertos, su carrera ascendente peligra por el estallido de varios focos de incertidumbre en el mercado internacional, tales como las revueltas en los países árabes, la situación de Japón y la crisis económica y política de Portugal, que afectan más a las grandes compañías que a las pequeñas, que están más centradas en el mercado netamente nacional.

Esta incertidumbre global estaría impulsando a los inversores a traspasar sus posiciones en el Ibex hacia las compañías más pequeñas que suelen aprovechar las correcciones de los grandes valores para rebotar al alza. El índice que agrupa a las pequeñas compañías cotizadas se había quedado desfasado respecto al Ibex 35 desde el año 2009. Así, la consolidación por encima de los 7.000 puntos parece cada vez más segura, según Luis Benguerel, de la firma Interbrokers, quien confía sobre todo en las compañías que más ponderan dentro del índice de las pequeñas cotizadas, el Ibex Small Caps.

De hecho, las *small caps* parecen provechar la coyuntura y en su conjunto subían en los inicios del segundo trimestre casi un 20 por 100 acumulado desde el cierre de 2010. Los analistas del grupo de gestión financiera Nordkapp señalan que aunque la situación internacional es convulsa, España ha conseguido distanciarse de las economías periféricas europeas, que han tenido que recurrir ya al rescate internacional: Grecia, Irlanda y Portugal. Junto a esta mejoría del mercado español, el esfuerzo de las pequeñas compañías cotizadas por abrirse al mercado internacional, sobre todo hacia las economías emergentes de Latinoamérica donde ya comienzan a tener importantes intereses, es bien valorado por los inversores de renta variable. En esta apuesta, tienen un especial protagonismo los acuerdos con compañías extranjeras, ya que suponen un menor compromiso de recursos por parte de las *small caps* españolas que, sin embargo, consiguen con esta estrategia una mayor visibilidad internacional y abren horizontes para orientarse con paso firme hacia nuevos mercados. Esta opción es muy valorada por los inversores ya que ofrece unas perspectivas de rápido crecimiento y revalorización a corto plazo.

Por su parte, los expertos de Banesto Bolsa también se posicionan en esta misma línea, al señalar que desde el pasado 21 de septiembre, cuando publicaron un informe titulado "Los pequeños con más crédito", hasta principios de abril de este año, el Ibex 35 cedió un 0,95 por 100 mientras que el Ibex Small Caps experimentó una revalorización de más del 14 por 100.

4) La fiebre del oro llega a Badajoz

Astur Gold, una compañía minera canadiense dedicada a la extracción, adquisición y tratamiento de metales preciosos, ha ganado el concurso para explotar la zona minera de La Codosera, en la provincia de Badajoz. La compañía invertirá más de 800.000 euros en tres años para explotar el yacimiento, que cuenta con grandes reservas de este mineral precioso, según la propia empresa.

La licitación consta de cinco concesiones mineras con una extensión total de 1.851 hectáreas, situada a pocos kilómetros de la frontera con Portugal. La compañía ha anunciado que invertirá 880.497 euros para explotar la zona en un plazo de tres años. Esta área ya fue explorada hace más de 2.000 años por los romanos.

Extremadura es conocida como una de las mayores zonas mineras españolas, y Astur Gold calcula que puede representar un importante potencial para la mineralización de oro, debido a que se trata de tierras que se encuentran en una red de vetas de cuarzo, y el metal precioso por excelencia, el oro, se halla libre, con diámetros superiores a 300 micrómetros.

La Codosera-Alburquerque ha sido tradicionalmente una reserva de oro perteneciente al Estado, pero entre 1984 y 1993 se organizaron programas esporádicos de exploración bajo el mando del Instituto de Geología y Minero de España (IGME). El organismo invirtió cerca de 600.000 euros para investigar la existencia de oro en la zona, a través de más de 6.000 metros de zanjas. Los estudios arrojaron datos esperanzadores sobre estas tierras al descubrirse en 18 muestras un valor del oro de más de cinco gramos mientras que otras 121 muestras arrojaron valores que oscilaban entre uno y cuatro gramos.

Desde el año pasado, Astur Gold ya es propietaria de otra zona de explotación en España. Se trata de la mina de oro de Salave, situada en Tapia de Casariego (Asturias). Esta zona ha sido declarada como uno de los mayores yacimientos de oro de Europa occidental y hasta el momento no había sido explotada. El consejero delegado de la compañía canadiense, Cary Pinkowski, asegura que está "muy orgulloso" de haber presentado una "mejor oferta" que otras empresas por estas cinco concesiones de La Codosera-Alburquerque. "Los estudios que tenemos indican que tiene un potencial excelente de exploración que desarrollaremos con los recursos técnicos y humanos que disponemos para nuestro proyecto de referencia, que es la mina de oro de Salave, en el occidente de Asturias". La explotación del yacimiento minero de La Codosera supondrá la creación de 250 puestos de trabajo directos y 250 indirectos.

Astur Gold tiene su sede social en Asturias, donde está desarrollando ese proyecto de Salave. El último estudio realizado eleva a dos millones de onzas la estimación del yacimiento asturiano. Estas exploraciones se producen en una excelente coyuntura para la cotización del oro, que se encuentra en zona de máximos históricos, por encima de los 1.400 dólares por onza.

5) Telefónica comienza a implantar el móvil como medio de pago

Utilizar el móvil para pagar en comercios, acceder a edificios u obtener cupones descuento ha dejado de ser algo propio de filmes de ciencia ficción. Telefónica prepara el despliegue en España de la tecnología NFC (que permite realizar transacciones con el teléfono). El primer paso ha sido convertir su sede corporativa de Las Tablas (Madrid) en el centro empresarial más grande de Europa, en el que los móviles se convertirán en auténticos dispositivos multiuso.

En una primera fase, 1.000 de los 12.000 empleados que trabajan en la multinacional española en el Distrito C de las Tablas dispondrán de esta tecnología, que convertirá la tarjeta SIM en una tarjeta de débito electrónica. El número de empleados-usuarios se irá ampliando paulatinamente hasta alcanzar al conjunto de la plantilla de la sede y a otras zonas cercanas. Guillermo Ansaldo, presidente de Telefónica España, ha asegurado que "los números importantes" se alcanzarán en la segunda mitad del próximo año, cuando ya exista una masa crítica de terminales que cuenten con esta tecnología. Dos años más tarde, en 2014, el número de teléfonos móviles con SIM NFC podría rebasar la cifra de 260 millones de unidades y el valor de las transacciones realizadas podría superar los 80.000 millones de euros en todo el mundo.

Las previsiones demuestran que aún faltan años para su implantación masiva y comercial porque este sistema de pago requiere que los terminales cuenten con la tecnología NFC y aún pocos fabricantes la han incorporado, aunque la mayoría parece estar dispuesta a hacerlo con los próximos modelos de teléfonos. También es necesario un cambio de tarjetas SIM y de los lectores de validación en comercios, transporte o bancos. No obstante, Ansaldo insistió en la idea de que el nuevo paso dado por la operadora no es un proyecto piloto, sino una experiencia real. Para llevarla a cabo cuenta ya con cinco socios financieros, BBVA, La Caixa, Bankinter, Sermepa y VISA, y otros tres tecnológicos, Samsung (proveedor de los terminales), Oberthur, Gyd Ibérica.

El presidente de Telefónica España mostró el deseo del grupo de extender estos acuerdos a otras empresas que ya han mostrado interés. Además, Ansaldo también aseguró estar abierto a que otras compañías del sector (como los operadores móviles virtuales) participen en el desarrollo del estándar que facilita el uso del móvil para hacer pagos y en el que hasta el momento, aparte de Telefónica, también participan Vodafone y Orange.

Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*:
"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"
Fecha de actualización: 31 de marzo de 2011

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2011 enero*	*2011 febrero*	*Definición y cálculo*
1. Oferta monetaria (%var.)	BCE	5,6	11,6	7,5	1,4	2.0	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	5,2	4,3	3,3	1,0	1,2[a]	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	4,8	3,5	1,6	2,0[a]	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,6	4,4	4,0	5,4	5,3	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	6,5	4,8	4,0	5,3	5,4	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

[a] Datos a 31 de marzo de 2011.

Comentario "Dinero y tipos de interés": Durante el mes de marzo, el Euribor a tres y doce meses se han incrementado significativamente hasta alcanzar el 1,2% y el 2,0%, respectivamente, tras el anuncio del Banco Central Europeo de una posible subida de tipos de interés en el próximo mes de abril y elevación de los precios de la energía. Por su parte, la rentabilidad de la deuda se mantiene en torno al 5,3% y la de los bonos de empresa aumenta hasta el 5,1%.

B. Mercados Financieros

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2011 enero*	*2011 febrero*	*Definición y cálculo*
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,4	15,4	18,0	83,9	71,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	83,5	101,6	47,1	107,1	109,1	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*: "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO" *(continuación)*

B. Mercados Financieros *(continuación)*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2011 enero*	*2011 febrero*	*Definición y cálculo*
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,27	0,23	0,04	7,7	5,2	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,0	9,5	3,6	3,8	1,3	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	5,0	3,8	2,0	1,5	1,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	378,9	589,1	640,7	655,4	658,9	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (%var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,1	-2,0	12,6	9,8	1,3	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,7	2,8	1,2	38,0	-32,7	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	671,1	1642,0	976,0	1.105,3	1.111,3	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	7004,8	15182,3	9195,8	10.806,0	10.850,8	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,9	12,1	8,2	10,8	10,3	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (%var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,3	-25,5	-15,2	-13,4	-2,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF	2,0	-1,8	-6,5	2,5	2,9	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	5,2	4,1	3,2	1,5	1,7	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1,8	-25,2	-11,1	-69,23	-12,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	6,5	91,2	60,0	-92,9	-12,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes se reduce ligeramente la contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro, mientras que por otro lado se incrementa la contratación con bonos y obligaciones del Estado. Por su parte, el índice de rendimiento de la deuda pública se incrementa ligeramente. Asimismo, durante febrero se registra una nueva reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros (IBEX-35) y de las operaciones financieras sobre opciones financieras (IBEX-35).

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*: "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO" *(continuación)*

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2010 diciembre*	*2011 enero*	*Definición y cálculo*
22. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	1,0	1,7	0,5	0,3	-0,9	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
23. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	0,7	1,3	1,1	1,8	-1,1	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
24. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	0,9	-0,2	1,7	-1,3	-0,6	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
25. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	1,3	1,6	-0,5	2,2	0,5	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
26. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,6	0,4	-0,9	-1,1	-0,9	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.
27. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,2	2,3	12,9	2,4	3,3	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
28. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	0,5	0,2	0,2	19,8	-15,7	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	0,8	1,2	0,3	-5,9	1,3	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio El último dato disponible, a enero de 2011, muestra una disminución generalizada de la actividad de intermediación financiera, con el crédito bancario reduciéndose un 0,9% y la captación de depósitos un 1,1%. Por su parte, se observa una nueva subida se la tasa de morosidad del 3,3% mensual. Las perspectivas del desempleo en España y la debilidad de la demanda están propiciando el avance de los créditos morosos y aún existe margen de subida en los próximos meses.

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2010 diciembre*	*2011 enero*	*Definición y cálculo*
30. Número de entidades de depósito (% var. anual)	BE	-1,30	2,94	2,1	-4,3	-	Variación en el número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
31. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Bancos	BE	52,59	45,41	45,21	46,97	47,53	Créditos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito.

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*: "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO" *(continuación)*

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado* *(continuación)*

Indicador	*A partir de datos de:*	*Media 1993-2006*	*2007*	*2008*	*2010 diciembre*	*2011 enero*	*Definición y cálculo*
32. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cajas de ahorros	BE	42,66	49,23	49,46	47,60	47,00	Créditos totales de las cajas de ahorros en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
33. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	4,75	5,36	5,33	5,43	5,47	Créditos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
34. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Bancos	BE	40,36	35,31	36,88	40,94	41,81	Depósitos totales de la banca privada en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
35. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cajas de ahorros	BE	52,69	57,39	56,40	52,20	51,30	Depósitos totales de las cajas de ahorros en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
36. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	6,95	7,30	6,72	6,86	6,89	Depósitos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado En el mes de enero, tanto las cajas de ahorros como los bancos mantienen una cuota de mercado en el segmento de crédito al sector privado en torno al 47%.o. Por el lado del pasivo, las cajas de ahorros presentan una cuota superior a la mitad del mercado en depósitos del sector privado.

* NOTA: Los indicadores de cuota de mercado han de elaborarse a partir de los datos del Banco de España (empleando las partidas 4.12, 4.55, 4.65 y 4.75 del Boletín Económico) que -debido a los cambios en la normativa contable señalados en la nota metodológica que abre estos indicadores- llevan un cierto retraso. Es conveniente señalar que cualquier comparación entre estos datos y los ofrecidos por las entidades de depósito siguiendo la normativa actual de contabilidad pueden conducir a errores de interpretación en la medida en que todas las series históricas no hayan sido actualizadas.

* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (http://www.funcas.es) otros indicadores financieros.

Un largo camino y un escaso optimismo

Francisco Alvira Martín
José García López

1. Introducción

En febrero de 2011, el Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC), con un valor 68, muestra una pequeña caída de cuatro puntos respecto al anterior valor de noviembre de 2010. Después del fuerte retroceso de confianza en la segunda parte del año 2007, se produjo una aceleración de la caída del ISC en el año 2009. En abril de ese año, el valor del ISC fue el más bajo de la serie iniciada en 1977. Después de un corto avance en los últimos meses del año 2009, los movimientos del ISC han sido poco significativos. Este indicador (ISC) señala una opinión pública estancada por la falta de confianza económica.

No parece que el ISC vaya a retroceder mucho más y se mantendrá en los niveles actuales en 2011. Tampoco es previsible un avance significativo del optimismo en los próximos meses. Una lectura de los datos, especialmente el crecimiento de la cifra de parados y la reducción del poder de compra por el aumento del precio de primeras materias y su repercusión sobre los bienes de consumo, ofrecen un panorama desfavorable para recuperar la confianza del público.

2. Comportamiento de los subíndices del ISC

Los componentes del ISC muestran resultados muy diferentes entre ellos.

- La valoración que los consumidores hacen de la marcha de la economía española durante los últimos doce meses es muy mala, con un índice de 32. En relación a su valor en el anterior sondeo de noviembre, el ISC de febrero ha perdido cinco puntos, pero es algo mejor que el de hace un año en cuatro puntos.

- Las previsiones de los consumidores sobre la economía española, índice 71, son peores que su experiencia de los meses anteriores. Las diferencias con los resultados del índice anterior, noviembre, y el de febrero de 2010 muestran un retroceso de las expectativas. No obstante el pesimismo es muy elevado, el 53 por 100 de los españoles cree que la economía ha empeorado en los doce meses anterio-

Cuadro 1

EVOLUCIÓN DEL ISC
FEBRERO 2010/FEBRERO 2011

	Febrero 2011	Noviembre 2010	Febrero 2010
ISC	68	72	66
Situación general:			
Experiencia	32	37	28
Expectativas	71	77	81
Situación familiar:			
Experiencia	71	73	74
Expectativas	87	88	89
Valoración del momento de compra	82	84	60

Fuente: Encuesta FUNCAS. ISC

res y en los próximos aumentará aún más[1]. En febrero del año 2010 el tamaño de este grupo era de un 48 por 100. Sólo un 2 por 100 de los españoles son radicalmente optimistas. Estos individuos han percibido un progreso de la economía nacional en el año 2010 y esperan que siga progresando durante 2011.

- La situación económica personal se ve con mayor optimismo que la nacional. La fuerte diferencia de 39 puntos entre la experiencia personal y la economía española señala la influencia de los medios de comunicación sobre la opinión pública. En el caso de España, parece existir una postura muy acusada ante la crisis de los medios que tratan de encaminar la opinión de la gente según su orientación ideológica. La propia experiencia, o la reflexión personal, pasa a un segundo puesto ante el "ruido" generado por los medios o la clase política.

- La valoración del momento para comprar bienes duraderos: viviendas, vehículos, electrodomésticos... se considera bueno con un índice alto, 82, muy superior al de febrero de 2010. Es posible que se haya extendido la idea de que existen buenas oportunidades de compra por la necesidad de vender y la caída "real" de la demanda de esos bienes, un buen momento para quienes disponen de recursos.

3. Escasa confianza económica en la UE

En enero de 2011, la población de la UE muestra una opinión pesimista, con la importante excepción de Alemania. Francia manifiesta una pequeña recuperación de tres puntos, pero países importantes: España, Reino Unido e Italia se mantienen en valores muy negativos e, incluso, sus ICC recogen un aumento del pesimismo (cuadro 2).

Cuadro 2

ICC UE

	Enero 2011	Enero 2010	Variación
Alemania	9	-18	+27
Reino Unido	-21	-5	-16
Francia	-13	-16	+3
Italia	-26	-17	-9
España	-21	-14	-7
UE	-12	-13	+1

Fuente: Comisión UE.

La crisis de España, con sus problemas específicos y graves, debe enmarcarse en la situación difícil de países, incluso, con mayor peso económico en el conjunto de la UE, como Reino Unido e Italia. El pesimismo español no es un fenómeno social extraño en la UE.

4. Índice ICC-ICO

El ICC-ICO, que utiliza una metodología parecida al ISC, tenía un valor 71 en enero de 2011, con una ganancia de seis puntos respecto al índice del mes anterior, pero una pérdida de ocho puntos con el del mes de enero de 2010 (gráfico 1).

Según el CIS[2], en diciembre, un 77 por 100 de los individuos creía que la situación económica de España era mala o muy mala, con un aumento de cuatro puntos respecto al año 2009. Solo un 2 por 100 calificaba la situación de buena o muy buena en ambos sondeos. Tampoco eran favorables las expectativas, salvo para un 17 por 100 de individuos en diciembre de 2010.

La pérdida de confianza económica en la opinión pública se manifiesta en las tres encuestas: ISC, ICC-ICO y Barómetro del CIS, con diferencias pequeñas. La opinión pública continúa siendo pesimista (gráfico 2).

5. Los tipos de opinión económica y su evolución

Al cruzar las tres posibilidades de respuesta de los entrevistados sobre su *"percepción"* de la reciente evolución de la economía nacional y familiar con las tres opciones de *"expectativas"* en los próximos doce meses, los individuos aparecen distribuidos en nueve grupos (cuadro 3):

- Los **optimistas**: este grupo está formado por quienes creen que la situación económica ha mejorado-mejorará, ha mejorado-seguirá igual, ha estado estancada-mejorará, y ha empeorado-mejorará.

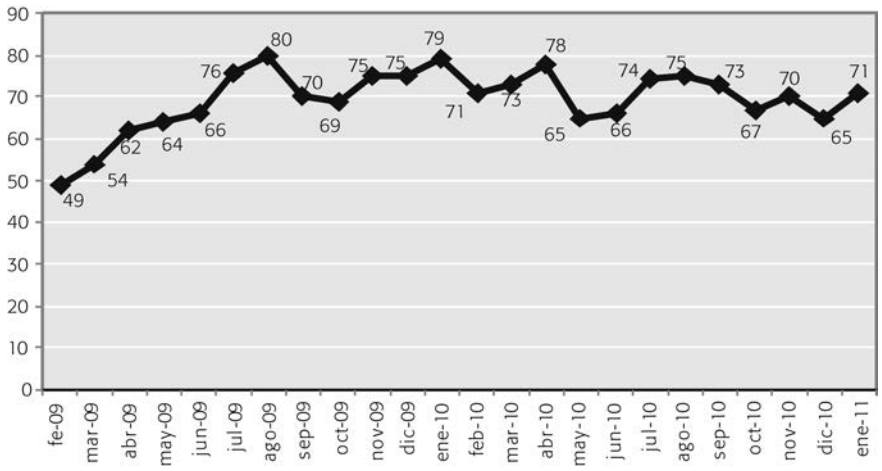
- Quienes expresan una situación **sin cambio**, es decir, una economía estancada durante los últimos meses sin cambios en los próximos.

[1] Ver cuadro 1

[2] Barómetro de diciembre de 2010.

Gráfico 1

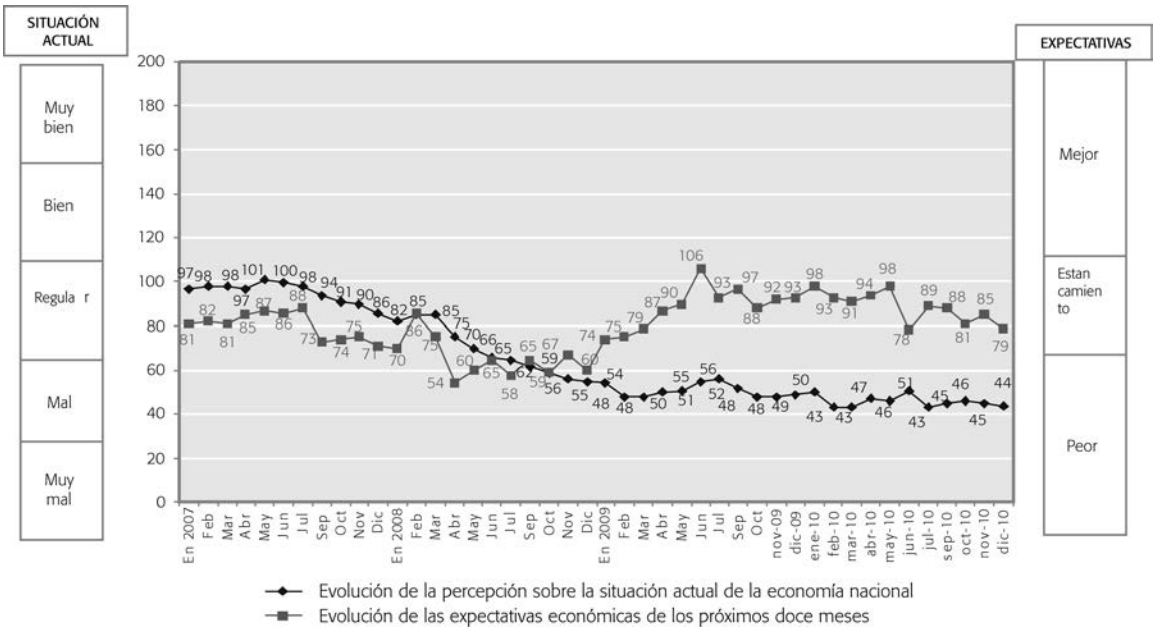
ÍNDICE DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES ICC-ICO*



(*) Ver variaciones trimestrales de este Índice desde el año 2007 al primer trimestre de 2010, Cuadernos de Información Económica nº 210, pág. 43. ICC-ICO adaptado a la formulación ISC.
Fuente: Encuesta del ICC-ICO.
P.- *En su opinión, de un año a esta parte la situación económica general del país es mucho mejor, un poco mejor, estacionaria, un poco peor, mucho peor.*
P.- *Durante los próximos doce meses la situación económica general...*
P.- *En el curso de los últimos doce meses la situación económica de su hogar...*
P.- *En su opinión en el curso de los próximos doce meses la situación económica de su hogar...*

Gráfico 2

SITUACIÓN ACTUAL Y EXPECTATIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (ENERO 2007-DICIEMBRE 2010)



Fuente: Barómetros mensuales del CIS nos 2.677, 2.681, 2.700, 2.705, 2.724, 2.728, 2.732, 2.735, 2.742, 2.746, 2.749, 2.754, 2.758, 2.761, 2.763, 2766, 2.769, 2.775, 2.778, 2.781, 2.782 , 2.788, 2.794, 2.798, 2.801, 2806, 2.811, 2.815, 2.820, 2.836, 2.838, 2.843 y 2.844. *Índice:* El índice se ha formulado: +1p Muy buena, +0,5p Buena, 0p Regular, -0,5p Mala, -1p Muy mala. El Índice de expectativas: +1p. Mejor, -1p. Peor. Se le ha sumado 100 para comparar los resultados del CIS con los del ISC FUNCAS.

Cuadro 3

TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS. TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA

	Expectativas sobre la economía nacional						Expectativas sobre la economía familiar					
	Febrero 2011			*Febrero 2010*			*Febrero 2011*			*Febrero 2010*		
Experiencia	*Mejorará*	*Seguirá igual*	*Empeorará*	*Mejorará*	*Seguirá igual*	*Empeorará*	*Mejorará*	*Seguirá igual*	*Empeorará*	*Mejorará*	*Seguirá igual*	*Empeorará*
Ha mejorado	2	-	-	-	1	-	-	1	-	-	-	-
Estacionaria	5	6	1	4	5	1	4	38	7	**3**	**45**	**6**
Ha empeorado	**10**	**23**	**53**	**13**	**28**	**48**	5	18	26	**4**	**19**	**22**
Suma	**17**	**29**	**54**	**17**	**34**	**49**	9	57	33	**7**	**65**	**28**

Fuente: Encuesta FUNCAS. Febrero 2010, febrero 2011.

- Los **pesimistas:** la situación ha empeorado-se agravará, ha empeorado-seguirá igual, ha estado estancada-empeorará, y ha mejorado-empeorará.

5.1. Economía nacional

- **Pesimistas**

El tipo de opinión sobre la economía nacional más extendido manifiesta mucho pesimismo. El porcentaje total de los pesimistas, 77 por 100, se distribuye entre un 53 por 100 de individuos que expresa una opinión radicalmente pesimista: "la economía nacional ha tenido un mal comportamiento en los últimos doce meses y se espera que cambie a peor en los próximos meses"; un 23 por 100 de opiniones pesimistas, más matizados: "la situación ha empeorado y seguirá igual que en el anterior sondeo, es decir: mal". El resto, 1 por 100, cree que no ha cambiado en los últimos meses o incluso empeorará en los próximos.

- **Estancamiento**

Los individuos que no aprecian cambios, "la economía nacional ha permanecido estancada y seguirá igual", representan el 6 por 100 de la población.

- **Optimistas**

Un 17 por 100 de los encuestados percibe una evolución favorable de la economía. Entre estas personas, el tamaño del grupo radicalmente optimista es solo un 2 por 100: "La economía nacional ha mejorado y seguirá mejorando en los próximos meses"; un 5 por 100 ha percibido un estancamiento en los meses pasados, pero prevé mejorar. El porcentaje mayor, 10 por 100, corresponde a una mala experiencia reciente y mejores expectativas.

El gráfico 3 recoge la evolución de los tipos de opinión sobre la economía nacional desde noviembre del año 1993 a febrero de 2011.

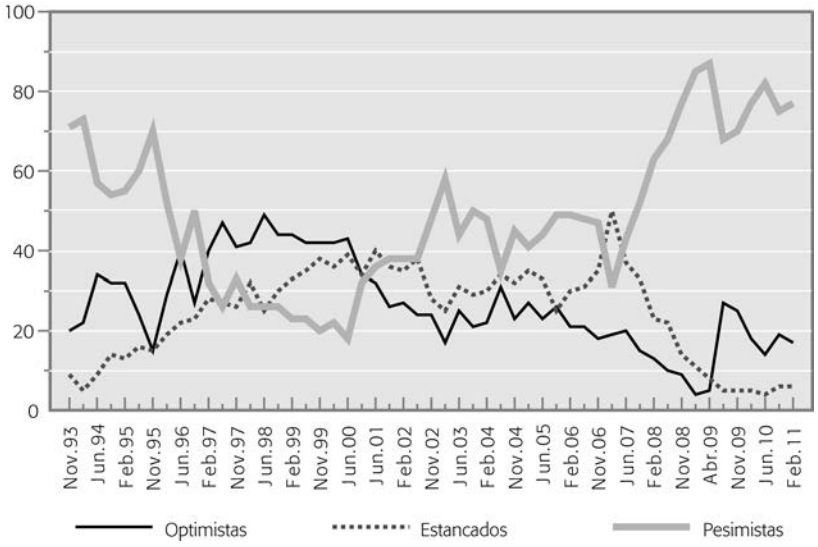
Desde junio de 2007, el tipo de pesimistas sobre la economía nacional ha ido creciendo hasta el 77 por 100 de febrero de 2011. Aunque se produjo una recuperación de los optimistas hasta alcanzar el 25 por 100 de la población, este "brote" de mayor confianza se rompió en el año 2010. El gráfico manifiesta el cambio más rápido en el grupo de quienes perciben una situación de estancamiento económico. En febrero de 2007, este grupo representaba el 50 por 100 de la población. En el siguiente sondeo, junio, descendió trece puntos que pasaron al grupo de pesimistas y siguió cayendo hasta el último sondeo en el que este tipo de respuestas representa sólo un 6 por 100. Al mismo tiempo, se observa un retroceso pequeño de los optimistas.

La ideología y el recuerdo de voto al PSOE son las variables que más influyen en las respuestas de mejorar. En relación al valor medio de un 17 por 100 de individuos que confía en mejorar, los individuos optimistas autoposicionados en los puestos 3 y 4 de una escala ideológica de 1 a 10 representan el 42 por 100 y 44 por 100 de los votantes al PSOE en las anteriores elecciones legislativas. También son algo más optimistas los jóvenes de 18 a 24 años, quienes tienen estudios universitarios, los estudiantes, individuos de clase alta o media alta y residentes en poblaciones con más de un millón de habitantes[3]; las diferencias con el valor medio son menores que las de los

[3] CIS Barómetro 2.844 de septiembre 2010.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL



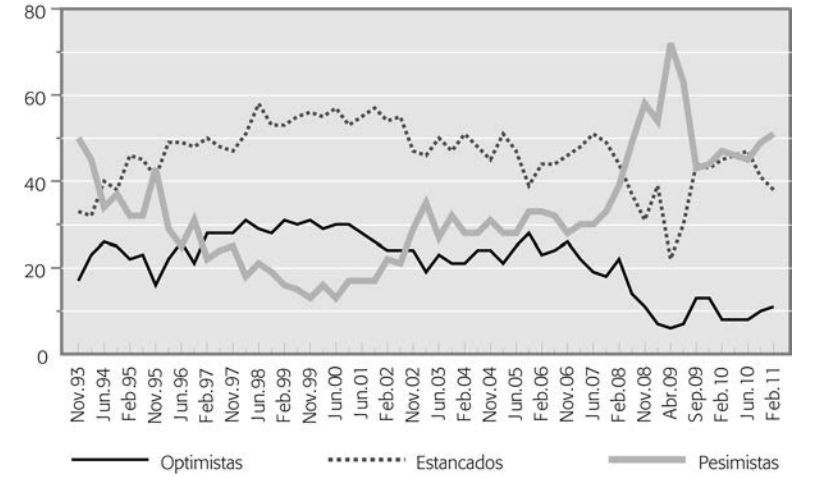
votantes del PSOE e individuos con ideología 1-4 en una escala de 1-10 (izquierda-derecha).

5.2. Economía familiar

Respecto a la economía familiar, el grupo de pesimistas (cuadro 3), 51 por 100, y el que cree que su economía personal no cambiará, 38 por 100, acaparan el 89 por 100 del total de las respuestas. La diferencia mayor entre la opinión sobre la economía nacional y familiar corresponde al tamaño del grupo que no percibe cambios personales, 38 por 100. Su experiencia en los últimos doce meses recoge una situación de estancamiento: no ha mejorado ni empeorado y espera seguir igual en los próximos meses. Al tratar de la economía nacional este grupo es solo de un 6 por 100. La opinión personal sobre su economía es mucho más positiva que la que expresan respecto a la nacional.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



El gráfico 4 muestra la evolución de los tres tipos de opinión sobre la economía familiar. Desde noviembre de 1993, el porcentaje de individuos que no perciben cambios en su situación económica es más elevado hasta febrero de 2008. Desde esta fecha, los pesimistas aumentan y en el último sondeo de febrero de 2011 los superan ya en 13 puntos.

6. Ingresos, edad y sentimiento económico

En el cuadro 4 aparecen los resultados del ISC correspondientes a los sondeos de febrero de 2011 y 2010.

Cuadro 4

RENTA, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO (ISC)
(Índices ISC y sus componentes)

	Febrero 2011	Febrero 2010
ISC	68	66
Rentas:		
Bajas	62	59
Medias	67	64
Altas	72	81
Edad:		
18/34 años	78	73
35/54 años	65	67
55 y más años	68	63

Fuente: Encuesta FUNCAS.

El Índice de las rentas altas en febrero de 2011, 72, es cuatro puntos superior al ISC general y mantiene una distancia importante, diez puntos, con el índice de rentas bajas. Esta diferencia en el anterior sondeo era muy superior y también en el de febrero de 2010. El aumento de la desconfianza ha crecido relativamente más en las rentas altas.

Los entrevistados más jóvenes, 18 a 34 años, son más optimistas, a pesar del desempleo juvenil.

1. Evolución del paro

En febrero de 2011, un 14 por 100 de los entrevistados esperan que el paro disminuya en los doce meses próximos (cuadro 5), mientras un 59 por 100 prevé que aumente. La diferencia entre estos dos tipos de respuestas es muy alta, aunque se ha reducido. Los empleados han descendido hasta enero de 2011, pero se ha desacelerado el número de nuevos parados, entre otras razones, porque descienden los ocupados con posibilidades de perder el empleo y un amplio sector de trabajadores pertenecen a la Administración Pública o las empresas públicas. Además, la construcción ha dejado de ser la mayor fuente de desempleo porque ha alcanzado la zona de estancamiento.

Cuadro 5

EXPECTATIVAS DE PARO

El paro en los próximos 12 meses:	Febrero 2011	Noviembre 2010
Aumentará	59	67
Seguirá igual	27	21
Disminuirá	14	12
Total	100	100

Fuente: ISC FUNCAS.
P.- *"¿El paro en los próximos 12 meses…?"*

7.1. Paro y economía nacional

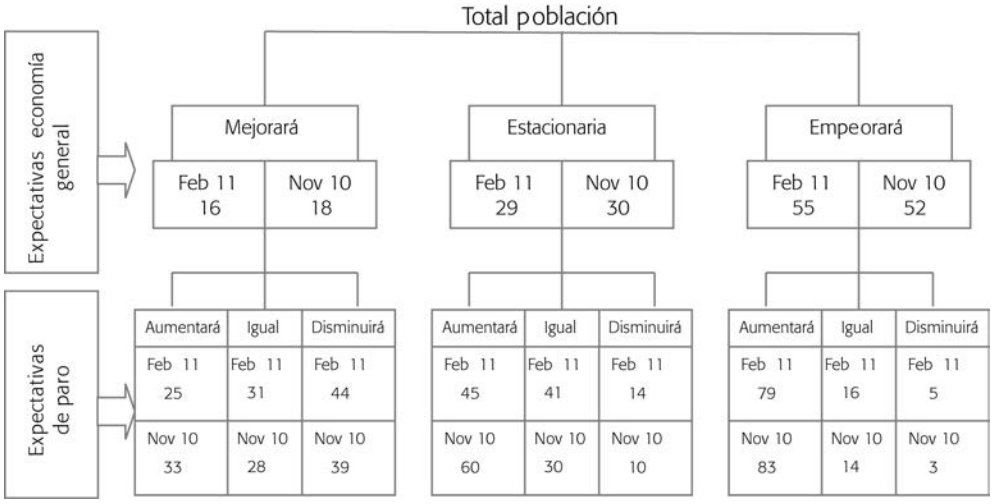
Al cruzar las expectativas sobre la economía nacional con las del paro, se observa una relación que parece corresponder a un sentimiento general de optimismo o pesimismo. Un 44 por 100 de quienes esperan que la economía nacional mejore confía en que el paro disminuya (esquema 1). Solo un 5 por 100 de quienes creen que la economía nacional empeorará confía en que el paro baje. Parece interesante señalar un grupo bastante amplio, 25 por 100 de quienes esperan que se recobre la economía nacional aunque el paro siga creciendo.

7.2. Paro y economía familiar

Sólo un 9 por 100 de los hogares espera mejorar en febrero de 2011 (esquema 2). Un 40 por 100 de este pequeño grupo cree que disminuirá el paro y un 30 por 100 que aumentará. Un amplio grupo, 57 por 100, espera que su economía no cambie durante el año 2011, pero sólo un 14 por 100 espera que el paro descienda e, incluso, más de la mitad de este grupo pronostica un aumento del paro.

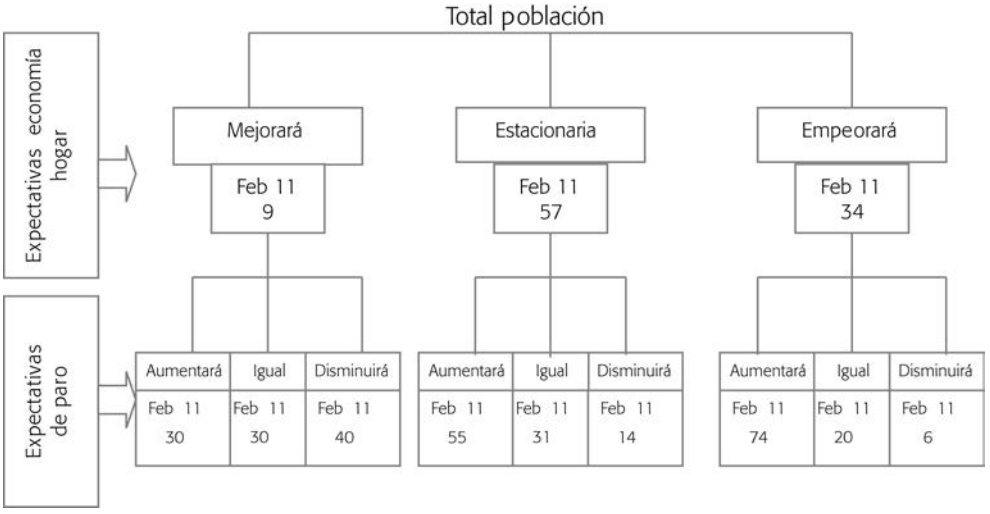
Esquema 1

EXPECTATIVAS DE LA ECONOMÍA NACIONAL Y EL PARO
FEBRERO 2011 - NOVIEMBRE 2010



Esquema 2

EXPECTATIVAS ECONÓMICAS DE LOS HOGARES
FEBRERO 2011 - NOVIEMBRE 2010



Los resultados expuestos en los esquemas 1 y 2 manifiestan la preocupación profunda por el problema del paro. Las expectativas de mejorar la capacidad del sistema económico para producir empleo son relativamente peores de que la situación económica mejore. Aunque la economía progrese y el PIB crezca, la reducción del número de parados será lenta.

8. La inflación

Experiencia:

La mayoría de los consumidores (cuadro 6), 61 por 100, considera que los precios han subido poco o han ba-

Cuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

	Total		
	Febrero 2011	*Noviembre 2010*	*Febrero 2010*
En los últimos 12 meses:			
Han subido mucho, bastante	39	26	12
Han subido poco, igual o han bajado	**61**	**74**	**88**
Total	100	100	100
En los próximos 12 meses:			
Subirán más rápido	5	4	2
Subirán al mismo ritmo	27	20	9
Subirán más despacio, no subirán, bajarán	**68**	**76**	**89**
Total	100	100	100

Fuente: Encuesta FUNCAS. Febrero 2011, febrero 2010 y noviembre 2010.
P.- *"Durante los últimos 12 meses cree Vd. que los precios han subido mucho, bastante, poco, igual o han bajado?*
P.- *"Cree Vd. que en los próximos 12 meses los precios subirán más rápido, al mismo ritmos, más despacio, no subirán o bajarán".*

jado en el último año, pero una importante minoría, 39 por 100, considera que han crecido mucho o bastante. El crecimiento de este último grupo entre febrero del año 2010 y febrero de 2011 es de 27 puntos.

Expectativas:

También las expectativas para los doce meses próximos son positivas y responden al comportamiento pasado de los precios. En este caso, solo un 5 por 100 de los entrevistados prevé un crecimiento más rápido de los precios; un 27 por 100 espera que los precios sigan comportándose de forma parecida a la del año anterior, mientras que un 68 por 100 espera una tasa de inflación menor a la actual. En relación a febrero de 2010, se ha producido un descenso de 21 puntos de las expectativas optimistas. La seguridad de vivir un periodo sin inflación ha sufrido un ataque por los últimos aumentos de precios en la energía, primeras materias, tasas e impuestos.

9. Ahorro y situación del hogar

Un 22 por 100 de los consumidores declara que ha podido ahorrar en los últimos doce meses. La mayoría, 62 por 100, manifiesta que logra llegar a fin de mes con sus ingresos, mientras un 16 por 100 ha desahorrado o ha aumentado su endeudamiento en los últimos meses (cuadro 7).

Cuadro 7

SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES

	Total	
	Febrero 2011	*Noviembre 2010*
Pueden ahorrar bastante, un poco	22	26
Llegan a fin de mes	62	58
Desahorran o se endeudan	16	16
Total	100	100

Fuente: Encuesta FUNCAS. Febrero 2011 y noviembre 2010
P.- *"¿Cuál es la situación actual de su hogar…?"*

Esta situación cambia con el nivel de renta. Así, el 37 por 100 de las personas con rentas altas han ahorrado en febrero de 2011, mientras que solo el 11 por 100 de las que tienen rentas bajas consigue hacerlo, independientemente de la cuantía del ahorro.

Se observa un cambio interesante en el porcentaje, 37 por 100, de las personas con rentas altas que han ahorrado, ya que disminuye en 15 puntos. En el grupo de rentas bajas, los hogares ahorradores, 12 por 100, aumentan cuatro puntos respecto al anterior sondeo.

En el cuadro 8 aparecen los porcentajes de población según la situación económica de los hogares; la mayoría sólo llega a fin de mes con sus ingresos. También recoge el porcentaje de quienes ahorran un en los últimos doce meses. El cruce de las expectativas con la situación actual del ahorro lleva a las siguientes conclusiones: la posibilidad de ahorrar en el año 2011 se relaciona estrechamente con el comportamiento del año 2010. El 86 por 100 del futuro ahorro provendrá de los hogares ahorradores en 2010, y sólo el 14 por 100 de quienes sólo consiguieron llegar a fin de mes. Independientemente del volumen de ahorro, existe una cultura del ahorro. En el grupo de rentas bajas, un 7 por 100 prevé ahorrar y, en las rentas medias, un 22 por 100, y por último, un 58 por 100 de las rentas altas. Obviamente, la proporción de ahorradores crece con la renta del hogar, pero incluso entre quienes sólo llegaron a fin de mes en 2010, casi uno de cada cinco, espera ahorrar.

Cuadro 8

AHORRO Y SITUACIÓN ACTUAL DE LOS HOGARES

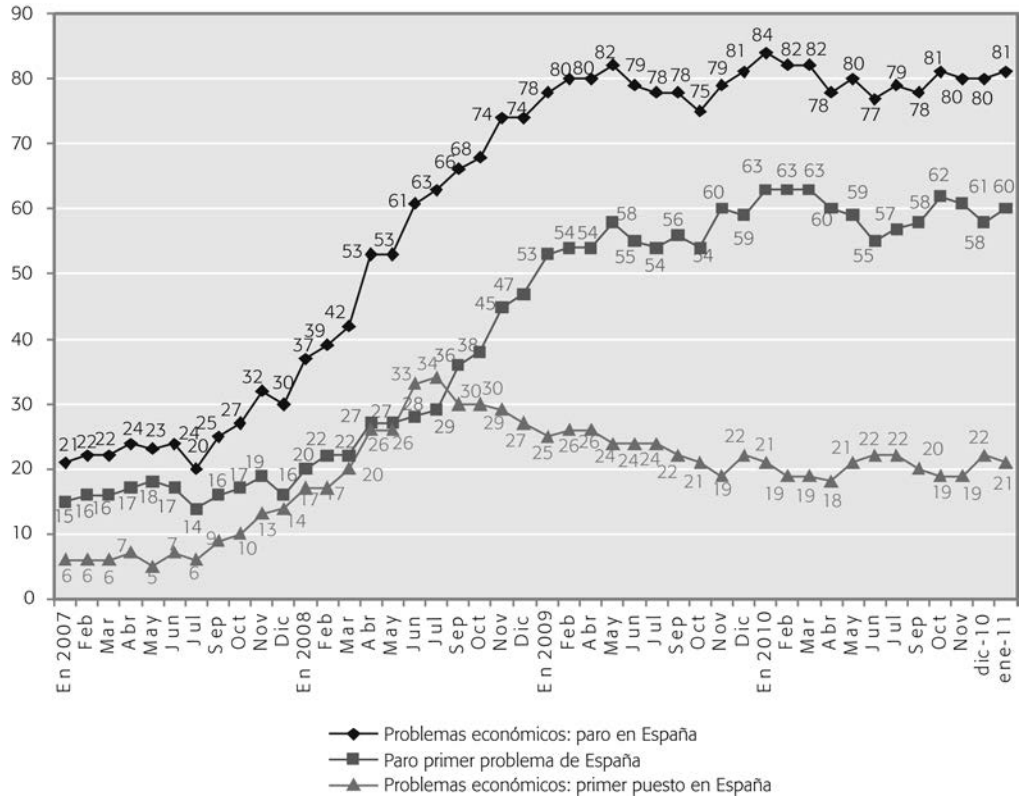
Posibilidad de ahorrar	Ahorran		Llegan a fin de mes		Desahorran, se endeudan		Total	
	Febrero 2011	*Noviembre 2010*	*Febrero 2011*	*Noviembre 2010*	*Febrero 2011*	*Noviembre 2010*	*Febrero 2011*	*Noviembre 2010*
Ahorrarán	19	24	10	8	1	-	30	32
No ahorrarán	3	2	52	51	15	15	70	68
Total	22	26	62	59	16	15	100	100

10. Los problemas de los españoles

Desde junio de 2008, el paro es el principal problema de los españoles que, junto con los aspectos económicos, ocupan la atención preferente del público. En las respuestas espontáneas sobre cuál es el primer problema de España, un 60 por 100 menciona el paro y un 21 por 100 otros problemas económicos, es decir, un 81 por 100 de los españoles sitúa a la economía en el centro de su atención. En enero de 2007, la economía y el paro tenían un puesto destacado, pero solo los señalaban el 21 por 100 de la población (ver gráfico 5).

Gráfico 5

LOS PRINCIPALES PROBLEMAS DE ESPAÑA: PARO Y ECONÓMICOS

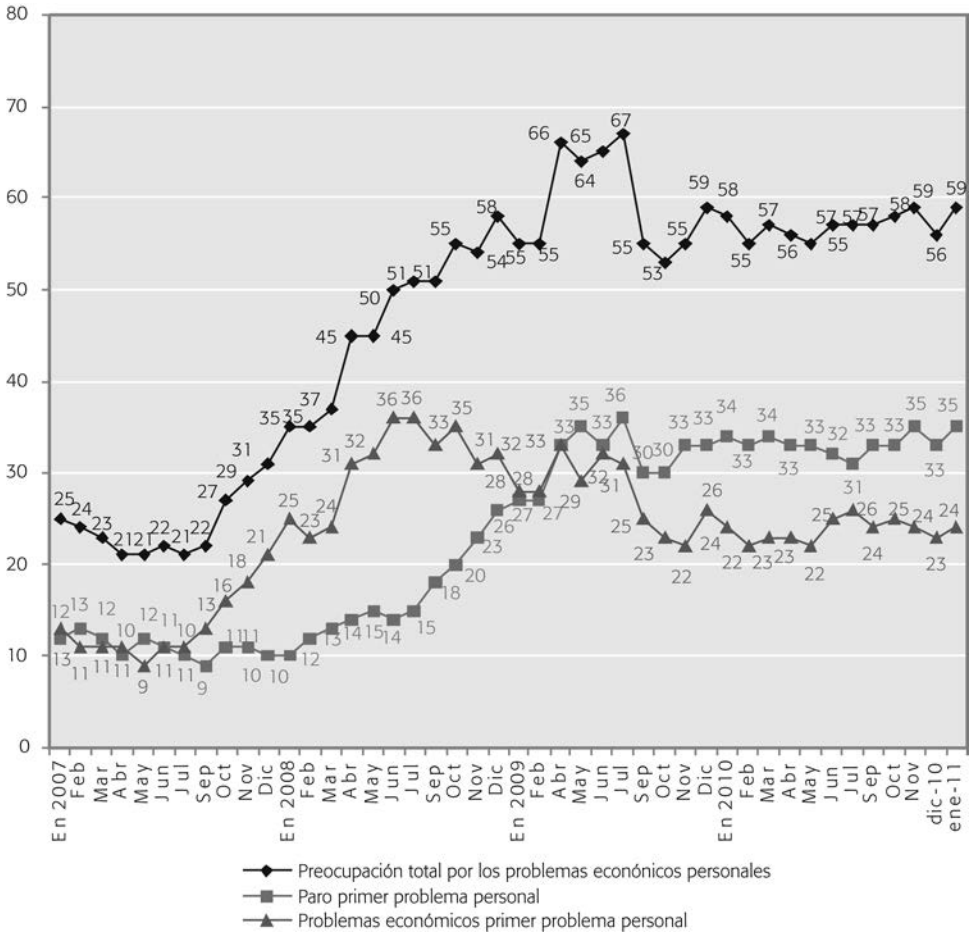


P.- *Principal problema que existe actualmente en España (una sola respuesta)*

Fuente: Barómetros mensuales del CIS nos 2.724, 2.728, 2.732, 2.735, 2.742, 2.746, 2.749, 2.754, 2.758, 2761, 2.763, 2.766, 2.769, 2.775, 2.778, 2.781, 2.782, 2.788, 2.811, 2.820, 2.824, 2.828, 2.836, 2.838, 2.843, 2.844, 2.847, 2.853 y 2.856.

Gráfico 6

PROBLEMAS PERSONALES



P.- ¿Cuál es el problema que le afecta personalmente más? (una sola respuesta)

Fuente: Barómetros mensuales del CIS nos 2.724, 2.728, 2.732, 2.735, 2.742, 2.746, 2.749, 2.754, 2.758, 2.761, 2.763, 2.766, 2.769, 2.775, 2.778, 2.781, 2.782, 2.788, 2.811, 2.820, 2.824, 2.828, 2.836, 2.838, 2.843, 2.844, 2.847, 2.853 y 2.856.

También en el último sondeo de febrero de 2011, para un 35 por 100 de los entrevistados, el paro es el principal problema personal y para un 24 por 100, el principal problema es su situación económica en general. En suma, más de la mitad de la población, 59 por 100, considera que su economía familiar o el paro son sus principales preocupaciones, frente a un 25 por 100 en enero de 2007.

No se han resuelto los problemas de vivienda, inseguridad ciudadana, calidad de empleo..., pero ante la presencia de una tasa de paro del 20 por 100, el resto de cuestiones que afectan a la sociedad española se sitúa en un puesto secundario.

Conclusión

Las respuestas del ISC de febrero de 2011 a preguntas sobre problemas, paro, inflación o ahorro, manifiestan una profunda desconfianza de los españoles. Hay pocos cambios respecto a los sondeos del año 2010, con la excepción de los precios. Se ha perdido el consenso general sobre la falta de inflación, pero se sostiene una mayoría de opiniones optimistas. El principal problema, con diferencia para los españoles, es la falta de empleo. En torno a los 4,2 ó 4,6 millones de parados (según paro registrado o EPA) se percibe la dificultad de reducir significativamente esa cifra y se mantiene el pesimismo de la sociedad.

Fuentes estadísticas

Encuesta FUNCAS. Universo: la población mayor de 18 años con selección de individuos mediante cuotas de edad y sexo. Selección de viviendas mediante método de secciones censales. Muestra 2.000 entrevistas.

Se han utilizado datos de los barómetros mensuales del CIS para compararlos con los del ISC.

El CIS recoge la percepción del público sobre los problemas nacionales y su preocupación por los personales mediante dos tipos de preguntas: en el primero, pide la opinión al entrevistado para que señale el primero, segundo y tercer problema; en el segundo tipo de pregunta, el entrevistado debe considerar exclusivamente el problema principal. Las respuestas a esta última pregunta han servido para la elaboración de los gráficos correspondientes a los problemas de los españoles.

Metodología ISC

En el número 208 (enero/febrero 2009) de *Cuadernos de Información Económica* de FUNCAS se explican las diferentes formulaciones de los índices empleados.

Reformas y reestructuración del sistema financiero[1]

*Joaquín Almunia**

Agradezco a la Fundación de las Cajas de Ahorros y a su Director General, Victorio Valle, por su cordial invitación para hablar sobre la restructuración de sistema financiero en Europa.

Mi agradecimiento igualmente a Pedro Solbes por sus amables palabras de presentación.

Quiero hablarles esta mañana del trabajo realizado, y del que aún queda por realizar, para recomponer las piezas que la crisis ha roto en nuestro sistema financiero. Una recomposición de la que aún no podemos aventurar cual será su aspecto final, pero de la que ya puede afirmarse que nos va a deparar un sistema financiero con algunos rasgos claramente distintos al que conocíamos antes de 2008.

Desde el comienzo de la crisis, las reformas en el sistema financiero ocupan un lugar central en la agenda de los gobiernos, de la Unión Europea, de los Bancos Centrales y de los organismos internacionales. Lo cual tiene fácil explicación. El origen de la crisis estuvo en los fallos del sistema financiero, y algunas de las consecuencias más graves de la misma también se centran en él.

1. La crisis. Origen y efectos

A comienzos de 2011, la economía a nivel global, y muchas economías nacionales —incluso en Europa— registran de nuevo tasas de crecimiento similares o próximas a las de antes de 2008. Pero todavía queda mucho trabajo por hacer antes de poder afirmar que el sistema financiero está asentado sobre bases sólidas y puede volver a cumplir con plenitud su función esencial de financiar la actividad de familias y empresas.

De hecho, el sistema está actualmente sumido en un intenso proceso de restructuración. Este proceso viene requiriendo, por un lado, la restructuración de muchas entidades, que sólo a través de esos cambios pueden recuperar su viabilidad. Y, por otro, está exigiendo la creación de un marco regulatorio adecuado que disminuya al máximo el riesgo de nuevas crisis sistémicas.

Hemos vivido la peor recesión económica global desde el famoso crack del 29. Como entonces, la actividad económica cayó en picado y el comercio internacional prácticamente se colapsó, se destruyeron empleos por millones en todo el mundo, y todo esto en tan sólo unos pocos meses.

Claramente, la crisis actual tiene su origen en el sector financiero. De hecho, la crisis dio sus primeras señales de vida en el verano de 2007 cuando la alta concentración de hipotecas suprime en algunas entidades de los Estados Unidos levantó dudas sobre su solvencia. Los precios de la vivienda y la actividad al otro lado del Atlántico empezaban a enfriarse y muchos detentores de este tipo de hipotecas dejaron de hacer honor a sus compromisos de pago.

Desde entonces, y de forma paulatina, la desconfianza entre las entidades financieras se adueñó de los mercados financieros. Pero la verdadera pesadilla empezó en Octubre de 2008 cuando una entidad financiera global, Lehman Brothers, que se consideraba demasiado grande

* Vicepresidente de la Comisión Europea responsable de Política de Competencia.

[1] Conferencia organizada por la Fundación de las Cajas de Ahorros el 24 de marzo de 2011. Se reproduce el texto de la web oficial de la Comisión Europea.

para caer, es decir, una entidad sistémica efectivamente cayó, o se dejó caer.

Pasamos en muy poco tiempo de un mundo sumergido en un mar de crédito abundante y barato a una situación de ausencia casi total de liquidez. El frenazo brusco de la economía real era inevitable.

¿Cómo se llegó a esta situación? ¿No fue posible prever de antemano lo que podía suceder?

Como casi siempre es difícil encontrar una causa última para explicar las razones que nos llevaron a una crisis tan profunda y generalizada.

Se reveló entonces que el problema de las hipotecas suprime no era sino la punta de un iceberg que ocultaba problemas mucho más profundos y generalizados. Era de hecho una manifestación de una burbuja financiera que había inflado los precios de algunos activos reales, especialmente la vivienda, como los de muchos activos financieros.

Este aumento sostenido de los precios de los activos por un periodo largo de tiempo redujo la percepción del riesgo, lo que junto con una muy deficiente regulación y la falta de una supervisión macro-prudencial adecuada del sistema financiero en casi todo el mundo alimentó un elevado apalancamiento del sector privado.

Pero esta explicación sólo sirve para una parte de la historia. El boom de los activos tuvo su origen en una serie de desequilibrios globales que se venían generando desde mediados de los noventa. En Estados Unidos el fuerte aumento del consumo privado y de la inversión en vivienda se financió mediante los excedentes de ahorro existentes en el resto del mundo, principalmente Asia, que buscaban oportunidades de inversión. En Europa, el creciente ahorro generado en Alemania y otros países con excedentes en su balanza corriente buscó oportunidades de negocio en países como España, donde magnificó los efectos sobre el crédito de la drástica bajada de tipos de interés propiciada por la bajada de las expectativas de inflación y a la liberalización e integración del sistema financiero. Lo que al principio fue la expresión de los efectos benéficos de la adopción euro, alentó una burbuja inmobiliaria debido a la incapacidad de los Estados miembros de coordinar de forma efectiva sus políticas económicas a fin corregir los desequilibrios macroeconómicos en el seno de la zona euro.

La baja valoración del riesgo y un marco regulatorio insuficiente propiciaron el desarrollo de productos financieros muy opacos, que en realidad ocultaban inversiones de muy alto riesgo, en contra de lo que decían las agencias de rating. Por supuesto, eran esas mismas agencias que tan circunspectas se han puesto ahora al valorar los riesgos de la deuda soberana.

Desde mediados de 2007, lo que muchos consideraban productos financieros atractivos, de alta rentabilidad y poco riesgo, se convirtieron en activos tóxicos de los que todo el mundo quería desprenderse, hundiendo sus precios y arrastrando detrás de ellos a las entidades financieras que eran sospechosas de haber acumulado esos activos tóxicos en sus balances.

Dado el número y la talla de las entidades implicadas hubo que actuar rápidamente, recapitalizándolas para evitar que cayeran, y que con ellas colapsase el conjunto del sistema financiero. Mientras los bancos centrales trataban por todos los medios de inyectar liquidez al sistema, muchos gobiernos pusieron en marcha programas de estímulo fiscal para sostener la actividad. Aún así, la drástica caída del producto y del empleo no pudo evitarse.

La financiación del rescate bancario, el coste de los planes de estimulo fiscal, el impacto negativo sobre los ingresos de la caída de la actividad y el aumento de los gastos ligado a un mayor coste del desempleo condujeron a un rápido aumento de los déficits presupuestarios y a niveles de deuda pública sin precedentes.

En muchos casos, los altos niveles de deuda han planteado dudas sobre su sostenibilidad a medio plazo, lo que ha hecho que los mercados exijan una mayor prima de riesgo al país correspondiente. Y ello está afectando en particular a los países con altos niveles de endeudamiento externo por su escasa capacidad de ahorro interno, bajo crecimiento potencial y rigideces en su sistema productivo.

Lo que empezó como una acumulación de desequilibrios globales, pasó por una crisis financiera, y continuó como una recesión económica se ha convertido en una crisis de deuda soberana, que recae en definitiva sobre la espalda de los ciudadanos.

No voy a detallar aquí el conjunto de medidas que se han ido adoptando para hacer frente a la crisis desde 2007 hasta hoy. Son bien conocidas de todos ustedes. Para evitar que los ciudadanos se abalanzaran sobre los bancos para retirar sus fondos, la Comisión anunció el aumento de la garantía de los depósitos bancarios a 100.000 Euros por cuenta. Para aliviar la escasez repentina de crédito, el Banco Central Europeo redujo drásticamente los tipos de interés e inyectó de forma masiva liquidez en el mercado. Además se procedió a una rápida reorganización de la supervisión y de la gobernanza financiera, creando las nuevas autoridades europeas de supervisión para Bancos, Seguros y Merca-

dos, y regulando las agencias de rating, los "hedge funds" y fondos de capital riesgo.

Ya están funcionando la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la Autoridad Europea de Valores y Mercados, en París. Estas autoridades, junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico vertebran la supervisión Europea de los mercados financieros. No sustituirán a los supervisores nacionales en lo que se refiere al trabajo cotidiano de supervisión, sino que contribuirán a una visión de conjunto y a unas Normas Europeas de Procedimiento únicas. Uno de sus primeros cometidos serán las pruebas de resistencia que está llevando a cabo la Autoridad Bancaria Europea. A finales de este año la Autoridad Europea de Valores y Mercados se hará cargo de la supervisión directa de las agencias de calificación crediticia.

2. El rescate y reestructuración bancaria

Sí quiero detenerme en cambio en la actividad de la Comisión Europea relativa al control de de las ayudas públicas al sistema financiero, y en concreto a los bancos y demás entidades con problemas. Un área que desde hace algo más de un año está situada bajo mi directa responsabilidad.

A partir de la caída de Lehman Brothers, nos vimos obligados a adaptar el régimen de ayudas de Estado (especialmente en lo que respecta a las instituciones financieras) con el fin de aplicarlo con firmeza, pero con flexibilidad, facilitando la restructuración bancaria y al mismo tiempo evitando al máximo distorsiones de la competencia.

Desde este punto de vista, pusimos en marcha un nuevo conjunto de normas con una base jurídica excepcional (el artículo 107, apartado 3, letra b), del Tratado), concebida para permitir que los Gobiernos intervengan temporalmente para hacer frente a perturbaciones graves.

Las condiciones que establecimos consistieron en: 1) mantener la igualdad de condiciones (el "level playing field") y 2) garantizar que las medidas adoptadas por los Estados miembros no distorsionaran el mercado único, ya que la adopción de medidas nacionales no coordinadas habría socavado gravemente nuestra estabilidad financiera. De este modo, evitamos una carrera para otorgar más subvenciones que el vecino, obligamos a los bancos a pagar un precio por haber asumido riesgos excesivos y sentamos las bases para una estrategia de recuperación efectiva.

Adoptamos cuatro decisiones importantes para llevar a cabo esta estrategia:

- En octubre de 2008, la «Comunicación sobre la banca», que establece unas condiciones de competencia equiparables para reactivar el mercado interbancario;
- En diciembre de 2008, la «Comunicación sobre recapitalización», para hacer frente a la necesidad de recapitalizar los bancos y de abordar los problemas de solvencia y el acceso al crédito para la economía real;
- En febrero de 2009, la «Comunicación sobre activos deteriorados», que establece un marco para abordar los problemas de los activos tóxicos; y
- En julio de 2009, la «Comunicación sobre reestructuración», que aclara la forma en que la Comisión examina la reestructuración de los bancos con el fin de que puedan recuperar su viabilidad a largo plazo, repartir el coste de su rescate y abordar las distorsiones de competencia derivadas de las grandes cantidades de ayuda que recibieron.

2.1. Recursos públicos utilizados

El impacto sobre las arcas públicas de los esfuerzos necesarios para apoyar al sistema financiero están siendo enormes. Según nuestras cifras, en 2008 y 2009 los Estados miembros comunicaron haber utilizado más de 2,34 billones de euros en ayudas. El desglose para 2009, último año del que se dispone de cifras detalladas, es el siguiente:

- 827 000 millones en garantías sobre pasivos bancarios,
- 141 000 millones en inyecciones de capital,
- 110 000 millones en ayudas para activos deteriorados, y
- 29 000 millones en liquidez y apoyo financiero a la banca.

El total asciende, aproximadamente, a 1,107 millones de euros.

Se trata de cifras colosales, lo que subraya la importancia de un control estricto por nuestra parte. Nuestro trabajo ha tenido dos objetivos principales e interrelacionados:

además de asegurarnos de que estas ayudas no distorsionen la competencia en los mercados financieros, queremos animar desde el principio a una reestructuración de todos los sectores beneficiarios de subvenciones.

2.2. Un mismo criterio para todos

En nuestra evaluación de todos los casos de bancos utilizamos un conjunto uniforme de principios, lo que nos permite analizar cada uno de ellos en función de sus circunstancias, sin distinciones ni discriminaciones. Permítanme resumir brevemente los tres principios básicos que utilizamos en nuestro análisis.

El primero es que **los bancos que reciben apoyo del Estado deben reestructurarse para recuperar la viabilidad a largo plazo**. Este es el criterio más importante. Después de su reestructuración, los bancos deben disponer de una fuerte base de capital y de fuentes de financiación sostenibles para mantener la confianza de los mercados. Deben ser capaces de generar beneficios para poder facilitar créditos a las familias y las empresas sin necesidad de contar con el apoyo del Estado. Esto les obliga a recentrarse en su negocio de base y a abandonar las actividades deficitarias.

El segundo principio consiste en compartir los costes: **los bancos y sus accionistas deben contribuir a los costes de la reestructuración con el fin de reducir el peso para el contribuyente**. Nuestras normas sobre reparto de las cargas requieren que los bancos paguen un precio al Estado por la ayuda que reciben, y que se abstengan de remunerar a los accionistas mediante dividendos (y a los detentores de capital híbrido mediante cupones) hasta que haya suficiente capital en sus cuentas.

El tercer y último principio se refiere al comportamiento de las instituciones subvencionadas. **Los bancos no pueden utilizar las ayudas estatales para expandirse, en detrimento de competidores que no hayan recibido subvenciones.** No olvidemos que no todos los bancos asumieron los mismos riesgos y que hay muchos bancos prudentes en Europa que durante la crisis no tuvieron que recurrir al apoyo procedente de las arcas públicas. Permitir, por ejemplo, que un banco subvencionado adquiera a sus competidores utilizando para ello la ayuda estatal sería una muy mala política. Por lo tanto es necesario que se prohíba temporalmente a los bancos subvencionados proceder a adquisiciones. **Para evitar que la subvención falsee la competencia, los bancos deben vender parte de sus activos y observar ciertas reglas en materia de precios.**

Se puede afirmar con seguridad que la autoridad de competencia de la UE ha estado cumpliendo la función de autoridad de resolución de conflictos, protegiendo al mismo tiempo la estabilidad financiera, las finanzas públicas y la igualdad de condiciones en el mercado interior.

2.3. ¿Cómo podemos fomentar y supervisar los planes de reestructuración?

Hasta el momento hemos adoptado 32 decisiones de reestructuración, y estamos vigilando de cerca la aplicación de cada una de ellas. A raíz de este seguimiento, en 23 casos adoptamos una segunda decisión positiva sobre la reestructuración del banco, en 8 casos se aprobaron ayudas para liquidar la institución y en un caso (Banco Privado Português) la decisión fue negativa, con recuperación de la ayuda.

Todas estas decisiones se adoptaron sujetas a condiciones, en particular para garantizar que los beneficiarios no usasen las subvenciones públicas para socavar a competidores que no hubieran recibido ayuda ni utilizado su capital para pagar a los accionistas antes que a los contribuyentes. No siempre es fácil verificar el respeto de las condiciones impuestas en los planes de reestructuración. Por ejemplo, estamos recibiendo señales del mercado en el sentido de que algunos de los bancos subvencionados se comportan agresivamente y, cuando tenemos pruebas de este comportamiento, intervenimos inmediatamente para corregirlo.

La idea que quiero transmitir es que cuando se adopta una decisión, el diálogo entre el banco subvencionado y la Comisión no ha terminado, sino que continúa hasta que estamos satisfechos de la correcta puesta en práctica de la decisión y de que el banco es viable, es decir, que es capaz de sobrevivir sin necesidad de más ayuda del Estado. Me comprometo a garantizar que nuestras decisiones se ejecuten en todos sus detalles y en todos los casos.

2.4. Negociaciones en curso

La reestructuración del sector bancario de Europa todavía no ha terminado. Hay abiertos 24 casos de bancos en los que tendremos que tomar decisiones finales sobre su reestructuración. Algunos de estos casos son bastante difíciles. Les pondré algunos ejemplos representativos.

- Es el caso de los bancos irlandeses, donde la situación del sector financiero y de la deuda soberana han requerido el apoyo de la UE y del FMI.

- También se aplica a los cuatro casos alemanes pendientes: WestLB, Bayern LB, HSH e Hypo Real Estate, que buscan afanosamente modelos de negocio sostenibles.

- Por último, hay unos pocos casos en Grecia, Austria, Portugal y Eslovenia, aunque calculamos que a lo largo del año tendremos que ocuparnos de algunos más, incluidos los que puedan proceder de España.

2.5. Perspectivas

En otras palabras, que la tarea no se ha culminado. Por ello, el régimen extraordinario debía haber expirado a finales de 2010, pero como todavía había una posibilidad de nuevas tensiones, decidimos proceder con cuidado en el proceso de salida. Por esta razón, en diciembre de 2010 prorrogamos el régimen de crisis hasta finales de 2011 y eliminamos la distinción entre bancos esencialmente sólidos y en dificultad, que se basaba en la cantidad de ayuda recibida. En consecuencia, todos los bancos que a fecha de 1 de enero de 2011 recibían recapitalización o una protección de los activos deteriorados a cargo del Estado tendrán que presentar un plan de reestructuración en toda regla a la Comisión Europea. Solo después de que la Comisión apruebe la reestructuración, la ayuda será aprobada definitivamente con arreglo a las normas sobre ayudas estatales de la UE.

Al mismo tiempo, estamos preparando una transición lo más suave posible del régimen de emergencia a un régimen posterior a la crisis en el que se considerará que las instituciones financieras pueden caminar por sí solas. En la etapa actual del proceso, y si las condiciones del mercado lo permiten, el 1 de enero 2012 entrarán en vigor las nuevas normas sobre salvamento y reestructuración de instituciones financieras.

Nuestra reflexión sobre la nueva normativa está aún en curso, pero se basa en la asunción de que sería una locura creer que el mundo financiero puede retrotraerse a antes de 2007. La magnitud y las consecuencias de la crisis son simplemente demasiado grandes y numerosas para que esto pueda ser posible. Ahora corresponde a los reguladores y a las autoridades de vigilancia construir un nuevo marco reglamentario más estricto en el que las entidades financieras puedan hacer negocios y competir.

Es también nuestra responsabilidad evitar la repetición de otro «cuasicolapso» del sistema financiero. Las pruebas de resistencia que se aplicarán por segundo año consecutivo en toda la UE a una amplia muestra de bancos europeos es una de las iniciativas tomadas a tal efecto. Estas simulaciones miden la resistencia de los bancos europeos ante hipotéticas perturbaciones externas e identifican los puntos vulnerables y los remedios, tales como el fortalecimiento de sus niveles de capital. También debemos garantizar una mayor estabilidad y una menor exposición de los presupuestos públicos. Por último, tenemos que encontrar respuestas a largo plazo a una serie de preguntas fundamentales que aún no han sido resueltas.

En los próximos meses, la Comisión Europea presentará nuevas propuestas legislativas para la gestión de crisis. El mayor reto al que nos enfrentamos en este sentido es garantizar que una institución financiera (incluida una gran institución financiera) pueda quebrar de forma ordenada y sin consecuencias sistémicas. La legislación sobre la gestión de las crisis financieras, prevista para la segunda parte de este año, dará a los supervisores una amplia gama de nuevas herramientas de intervención precoz que podrán utilizar cuando salten las alarmas. Aunque es una tarea políticamente complicada en la Unión Europea, debemos seguir explorando la viabilidad de un régimen de insolvencia bancaria porque, comparado con regímenes nacionales descoordinados, permitiría la resolución eficaz de problemas bancarios transfronterizos. No debemos olvidar que el proceso de integración financiera sigue y debe seguir, por lo que los bancos europeos serán cada vez más paneuropeos.

En el sector de los servicios financieros también se están llevando a cabo iniciativas regulatorias destinadas a reducir riesgos en el sistema y a incrementar la estabilidad financiera. La propuesta EMIR para mejorar la regulación de los instrumentos derivados extrabursátiles, las contrapartidas centrales y los registros de operaciones es de especial importancia en este sentido.

La Comisión ha constatado tradicionalmente un alto grado de fragmentación del mercado europeo de compensación y liquidación con arreglo a las fronteras nacionales. La futura regulación de las infraestructuras de comercio derivado debe fomentar la competencia y evitar prácticas abusivas como la denegación injustificada de acceso y los precios excesivos para los usuarios. La revisión por la Comisión de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (conocida como MIFID), en vigor desde finales de 2007, es otra iniciativa importante en este sentido.

En cuanto a la cuestión de los requisitos de capital, estamos totalmente comprometidos con la aplicación de Basilea III a fin de que el sector bancario sea más seguro y sólido y menos cíclico. Los bancos pequeños y medianos se encuentran entre los principales beneficiarios de esta mayor capacidad de recuperación del sector y de la reducción del carácter cíclico. Es importante destacarlo ya que algunos estudios tienden a centrarse en los costes de las nuevas normas, pero descuidan los importantes beneficios derivados de la revisión de la Directiva sobre requisitos de capital.

La Comisión propondrá en los próximos meses la legislación necesaria para transponer las nuevas normas de Ba-

silea III en el marco europeo. Su entrada en vigor y su aplicación gradual serán conformes al acuerdo internacional, es decir, que comenzarán el 1 de enero de 2013. Nuestras evaluaciones confirman que el nuevo Acuerdo de Basilea supone un equilibrio adecuado. Las disposiciones transitorias son lo suficientemente amplias como para no poner en peligro el crecimiento económico o los préstamos, permitiendo a los bancos alcanzar los nuevos objetivos gradualmente, sin ejercer demasiada presión sobre los mercados de capital y reduciendo el impacto sobre la economía real de un efecto negativo sobre el crédito. Será un proceso difícil, pero los beneficios asociados a un proceso exitoso son sustanciales, mientras que los costes del fracaso serían inaceptablemente altos.

Al mismo tiempo, tenemos que lidiar con problemas de deuda soberana, que en muchos casos reflejan el alto déficit estructural a largo plazo de algunos Estados miembros, que plantean serias dudas sobre la sostenibilidad de sus finanzas públicas.

El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y (a partir de 2013) el Mecanismo Europeo de Estabilidad son nuestras respuestas a estos retos. El Pacto por el Euro que está discutiendo el Consejo Europeo de hoy y mañana será otro paso en la dirección correcta.

Hemos introducido muchas reformas importantes, pero el proceso solo se encuentra en una fase intermedia. El verdadero test consiste en saber si la legislación que proponemos se consensuará y aplicará rápidamente, en particular el paquete destinado a solucionar la crisis. El contribuyente europeo no puede permitirse otra ronda de quiebras bancarias y nuestra obligación para con él es evitar que esto suceda.

3. La situación en España

Desde el comienzo de la crisis financiera y económica en 2008, España, al igual que otros Estados miembros de la UE, adoptó una serie de medidas destinadas a apoyar a su sector financiero y a restablecer los préstamos a la economía real, tanto para bancos individuales como para el sistema financiero en su conjunto.

La Comisión aprobó en 2008 el régimen de garantía de los pasivos, prorrogándolo cuatro veces, la última en noviembre de 2010. España es uno de los ocho Estados miembros que optaron por mantener el régimen de garantía en el primer semestre de 2011 ya que algunas entidades todavía tendrán que recurrir a la financiación garantizada.

Otra medida para el sector adoptada por España y aprobada por la Comisión fue un régimen de recapitalización basado en el Decreto FROB, que autorizamos el 28 de enero de 2010 en virtud de las normas sobre ayudas estatales y cuya aprobación en tanto que ayudas estatales expiró el 31 de diciembre de 2010. Sobre la base de este régimen, la Comisión ha evaluado y aprobado la inyección de fondos públicos en forma de capital por un importe total de 11 500 millones de euros en ocho grupos diferentes de cajas de ahorros:

- la primera oleada en marzo de 2010 para Unnim, Catalunya Caixa y Caja España-Duero;
- la segunda oleada, en junio de 2010 para Banco Financiero y de Ahorro, Novacaixagalicia, Mare Nostrum y Banco Base;
- y la última en diciembre de 2010 para Banca Cívica-Cajasol.

Por otra parte, en marzo de 2009, CCM fue rescatada por las autoridades españolas, reestructurada y posteriormente vendida a Cajastur. La Comisión aprobó rápidamente este apoyo, lo que permitió la liquidación de la CCM el 29 de junio de 2010. En mayo de 2010, CajaSur fue rescatada por las autoridades españolas y, tras su reestructuración, fue vendida mediante un procedimiento de licitación abierto y transparente a la BBK. La Comisión aprobó la recapitalización de emergencia en un plazo récord de dos días de un fin de semana y dio su aprobación final a la liquidación de CajaSur en noviembre de 2010.

Permítanme recordarles que hasta finales de 2010, en virtud de las normas sobre ayudas estatales, considerábamos que los bancos que recibieron inyecciones de capital o se beneficiaron de medidas relativas a activos deteriorados por debajo o cerca del 2 por 100 de sus activos ponderados por riesgo solo debían presentar a la Comisión «evaluaciones de viabilidad», y no planes de reestructuración en toda regla. Este fue el caso de las ayudas otorgadas en el marco del FROB. Consecuentemente, todos los grupos de cajas de ahorros que han recibido capital público por debajo o próximo al 2 por 100 de sus activos ponderados por riesgo están siendo seguidos por mis servicios para evaluar sus perspectivas de viabilidad.

Sin embargo, como he dicho antes, hemos cambiado las reglas sobre ayuda estatal, precisamente en este punto y desde el 1 de enero 2011 cada banco que reciba una inyección de capital o cuyos de activos deteriorados sean comprados por el Estado, independientemente de su tamaño, tendrá que notificar un plan de reestructuración a la Comisión, con arreglo a los criterios que he relatado antes.

Esto significa que cualquier entidad que no sea capaz de cumplir determinados criterios de solvencia establecidos en la nueva legislación FROB II y que sea recapitalizada por el Estado, tendrá que recibir la aprobación de la Comisión no solo para su recapitalización, sino también para el correspondiente plan de reestructuración.

Evaluaremos los planes de reestructuración de las cajas de ahorros exactamente de la misma forma en que venimos evaluando y evaluaremos los planes de reestructuración de cualquier otro banco europeo. No hay normas especiales para las cajas de ahorros. Por ejemplo, hasta el momento hemos negociado y aprobado el plan de reestructuración de una caja de ahorros alemana (Sparkasse Köln-Bonn) siguiendo exactamente los mismos principios generales.

4. Conclusión

Para concluir, el proceso es claro y se sigue estrictamente, los criterios son uniformes y bien conocidos y, a fin de cuentas, el objetivo final es muy simple: no podemos permitirnos el lujo de seguir inyectando grandes cantidades de dinero de los contribuyentes en los bancos, de manera incondicional y mucho menos de forma permanente. Las únicas entidades que podemos rescatar son las que demuestren estar dispuestas a reestructurarse de forma que puedan operar en el nuevo marco regulador y de mercado como instituciones fuertes y viables.

La reestructuración del sector financiero español no es algo que podamos elegir hacer o no hacer: es absolutamente necesario. Y porque es necesario deberíamos considerarnos afortunados de que podamos ejecutar el proceso desde dentro de la UE y del mercado único. Imagínense lo que hubiera pasado si tuviéramos que hacerlo por nuestra cuenta. El tamaño de nuestra economía no habría sido lo suficientemente grande como para superar la crisis de los tres últimos años como lo hemos hecho y para trabajar, como estamos haciendo, en la reestructuración de nuestros pocos bancos en crisis.

La reestructuración tendrá éxito y establecerá un sistema financiero más sólido, capaz de absorber las consecuencias de la burbuja inmobiliaria, de financiar el crecimiento de hogares y empresas (en particular de las PYME) y de invertir en una economía dinámica y competitiva.

Unos requisitos de capital y de liquidez más exigentes son una condición necesaria, como lo es una gestión profesional. No tengo ninguna duda de que las cajas tendrán éxito cuando hayan completado los cambios necesarios y profundos en consonancia con las directrices de las autoridades públicas.

El sistema bancario español ha estado mejor regulado y supervisado que otros, sin vehículos de inversión estructurada, sociedades interpuestas, obligaciones de deuda colateralizada y otras entidades fuera de balance. Pero el impacto de la crisis del sector de la vivienda y el excesivo crecimiento de los préstamos asociados a ella todavía se dejan sentir. Al igual que en el pasado, estoy convencido de que España será capaz de superar sus dificultades. Los planes existen, ahora es el momento de ejecutarlos.

Junto con el actual proceso de consolidación fiscal y de reformas estructurales, la reestructuración del sector financiero permitirá a España hacer frente a los retos futuros: recuperar el potencial de crecimiento, absorber el desempleo, aumentar la productividad y sentar las bases para un nuevo período de progreso.

Las cuentas satélite de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros

*José Barea Tejeiro**
*José Luis Monzón Campos***

1. Introducción

El presente artículo constituye una síntesis de la investigación realizada por el CIRIEC-España para FUNCAS (Fundación de Cajas de Ahorros)[1], con el propósito de conocer la importancia económica que tienen en España las fundaciones privadas al servicio de los hogares, efectuando un análisis económico de su actividad a través de las cuentas satélite y de sus gastos por finalidades. Las cuentas satélite permiten obtener información detallada sobre *actividades económicas (*agricultura, turismo, etc*.), grandes funciones colectivas* (educación, protección social, sanidad, etc.) o *grupos de empresas con comportamiento homogéneo* (cooperativas, asociaciones fundaciones, etc.). Las cuentas satélite *orbitan* alrededor del cuadro central de la contabilidad nacional y en ellas se mantienen todos los conceptos y clasificaciones de dicho cuadro central, al que están vinculadas. En este caso, el objetivo ha consistido en obtener información de las principales magnitudes macroeconómicas de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y obras sociales de las cajas de ahorros (producción, valor añadido, resultado bruto de explotación, remuneración de asalariados, formación bruta de capital fijo, capacidad o necesidad de financiación y otras), y analizar dichas magnitudes así como los gastos por finalidades de las entidades estudiadas. La investigación se ha realizado desagregando del conjunto de referencia dos grupos: a) las fundaciones de las cajas de ahorros y sus obras sociales sin personalidad jurídica y b) el resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares. Todo ello, con el propósito de valorar la importancia y peso específico de la actividad de las obras sociales de las cajas de ahorros (con o sin personalidad jurídica) en el conjunto de las fundaciones privadas al servicio de los hogares. El año de referencia para la realización del estudio ha sido 2008.

2. Ámbito de las fundaciones y entidades consideradas en el informe

El Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC-1995) descompone la economía nacional en cinco sectores institucionales mutuamente excluyentes y en todos ellos se encuentran presentes las fundaciones, si bien la mayoría de ellas están integradas en el sector S.15 (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares).

Con independencia del sector institucional al que pertenezcan, las fundaciones pueden agruparse en dos grandes bloques: a) *fundaciones productoras de mercado,* que son las fundaciones-empresa y otras financiadas con cuotas voluntarias de carácter parafiscal[2] y b) *fundaciones productoras de no mercado,* que pueden ser privadas o públicas.

* Universidad Autónoma de Madrid.
** Universidad de Valencia.

[1] La investigación ha sido realizada por un equipo dirigido por los profesores José Barea Tejeiro y José Luis Monzón Campos e integrado por los profesores Álvaro Salas y Miguel Angoitia, de la Universidad Autónoma de Madrid y Santiago Murgui, José Galán e Isidro Antuñano de la Universidad de Valencia.

[2] Se trata de aquellas fundaciones cuyas ventas cubren más del 50 por 100 de los costes de producción (SEC-1995 3.32) o que están al servicio de las empresas y se financian con cuotas voluntarias de carácter parafiscal que se consideran adquisiciones de servicios de mercado (SEC-1995 2.23, 2.40 y 3.35).

Las fundaciones productoras de mercado y las públicas han quedado excluidas del ámbito de las entidades consideradas en el informe, entendiéndose por fundaciones públicas aquellas productoras no de mercado que están controladas y financiadas principalmente por las administraciones públicas (SEC-1995, 2.69)[3]. En consecuencia, el ámbito de las fundaciones consideradas en el informe está constituido exclusivamente por la totalidad de fundaciones privadas productoras no de mercado, tal y como aquí han sido delimitadas utilizando los criterios del SEC-1995. Estas fundaciones están incluidas en el sector S.15 (ISFLSH) del SEC-1995 y, en el caso de instituciones sin fines de lucro de escasa importancia, en el sector S.14 (HOGARES).

Junto a las fundaciones privadas al servicio de los hogares, también han sido objeto de estudio las obras sociales sin personalidad jurídica de las cajas de ahorros que, de conformidad con los criterios del SEC-1995, son *unidades institucionales,* ya que gozan de autonomía de decisión y disponen de un conjunto de cuentas que recogen su actividad económica ("o podrían elaborarlo si así se requiriera") (SEC-1995, 2.12 y 2.13 e) y 2.76 e)).

1. Metodología para elaborar las cuentas satélite de la población objeto de estudio

3.1. Metodología para elaborar las cuentas satélite

La elaboración de las cuentas satélite de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros se efectúa conforme a la metodología del SEC-1995, utilizando como datos de base el sistema contable de las fundaciones, consistentes en balances y cuentas de pérdidas y ganancias de las mismas.

3.2. Obtención de los datos de fundaciones y obras sociales sin personalidad jurídica de las cajas de ahorros

En el año 2008 se contabilizaban en España 89 obras sociales vinculadas a las cajas de ahorros con actividad[4], de las cuales 45 tenían personalidad jurídica propia como fundaciones y 44 eran obras sociales sin personalidad jurídica.

La información requerida a las 45 fundaciones ha consistido en la cuenta de resultados del ejercicio 2008 y en los balances de situación de 2007 y 2008 para calcular el balance diferencial entre los dos ejercicios presupuestarios[5].

En el caso de las 44 obras sociales sin personalidad jurídica, aún cuando no presentan una contabilidad propia, al margen de la respectiva caja de ahorros, la contabilidad de estas últimas ha permitido identificar las actividades afectas a la Obra Social, a partir de un cuestionario remitido a todas las cajas de ahorros solicitando información de la Obra Social referida al ejercicio de 2008 sobre sus gastos de personal y funcionamiento, aportaciones de la Obra Social a obras en colaboración, gastos y amortizaciones de mobiliario, inmuebles e instalaciones, ingresos por actividades propias y procedentes de subvenciones, aportaciones de la caja de ahorros y número de empleados adscritos a la Obra Social[6]

En cuanto al análisis de los gastos por finalidades, la información ha sido proporcionada por el Departamento de Obra Social y Montes de Piedad de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

3.3. Obtención de los datos del resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares

Para poder acotar el colectivo formado por las fundaciones privadas al servicio de los hogares ha sido preciso investigar a la totalidad de fundaciones existentes en España, públicas y privadas, de mercado y no de mercado. Para ello, se ha procedido al diseño y realización de una Encuesta General CIRIEC-2008 dirigida a todo el conjunto de fundaciones españolas. El universo de referencia ha sido el que define el directorio proporcionado por la Aso-

[3] Así pues, la consideración que el informe realiza sobre el carácter *público* de una fundación no es de carácter legal sino que utiliza los criterios propuestos por el SEC-1995.

[4] La Fundación Rose de Caja de Ahorros del Mediterráneo no tuvo actividad en 2008.

[5] La totalidad de las fundaciones ha facilitado los datos solicitados aunque en el caso de la Fundación BBK y BBK Gazte Lanbidean Fundazioia no se han podido elaborar sus cuentas satélite de forma directa por ser insuficiente la información suministrada, teniendo que estimarse a partir de los datos aportados y las cuentas satélite del resto de fundaciones y Obra Social de BBK

[6] Todas las cajas de ahorros enviaron la información requerida con las únicas salvedades de Caja España y Sa Nostra por lo que los datos correspondientes a estas entidades han debido ser estimados. En el caso de otras 19 cajas de ahorros se ha obtenido la información del agregado de *toda* la Obra Social (obras sociales sin personalidad jurídica y fundaciones asociadas) por lo que las cuentas satélite de las respectivas obras sociales sin personalidad jurídica se han construido a partir de los agregados totales y de los datos facilitados por las fundaciones.

Tabla 1

FUNDACIONES ACTIVAS EN ESPAÑA[7]. AÑO 2008

Clase de fundaciones	Nº fundaciones	Empleados	Gastos (euros)
Privadas	**7.046**	**171.686**	**11.987.714.019**
Privadas de mercado	2.854	124.736	9.168.649.019
Privadas no de mercado	4.192	46.950	2.819.065.000
Públicas	1.027	57.783	4.730.112.608
Total fundaciones activas	8.073	229.469	16.771.826.627

Fuente: Encuesta CIRIEC-2008.

ciación Española de Fundaciones (AEF), excluyendo a las fundaciones de las cajas de ahorros. Dicho directorio incluye a 11.239 entidades para el año 2008, considerando también las que no han tenido ninguna actividad.

La información solicitada en la encuesta pretendía cubrir distintos aspectos socioeconómicos referentes a las fundaciones, todos ellos relevantes a la hora de identificar, clasificar y medir el peso de las entidades de la forma más precisa posible, desagregando los datos para tres clases de fundaciones: públicas, privadas de mercado y privadas no de mercado al servicio de los hogares.

Por vía postal se remitieron un total de 5.299 cuestionarios a una muestra de entidades seleccionadas siguiendo un diseño aleatorio estratificado (un 47 por 100 del universo) recogiéndose debidamente contestadas 849, que han constituido la muestra efectiva disponible para el cálculo de estimaciones agregadas de interés, estimándose una tasa de inactividad media del 28 por 100 sobre el universo global por lo que *las fundaciones activas en España en el año 2008 ascienden a 8.073* (excluidas las de las cajas de ahorros).

En el cuestionario remitido se solicitaba la información necesaria para poder determinar el carácter público o privado de cada fundación, considerándose como fundaciones públicas todas aquellas que, simultáneamente, están controladas y financiadas principalmente por las administraciones públicas (SEC-1995, 2.69). De acuerdo con este criterio, se estima que el número total de fundaciones públicas en España con actividad en el ejercicio 2008 era de 1.027, siendo las restantes 7.046 fundaciones de carácter privado.

[7] Excluidas las fundaciones de las cajas de ahorros.

Para terminar de acotar el universo de las fundaciones objeto de esta investigación se ha recurrido a explotar otra de las preguntas incluidas en el cuestionario, referida al porcentaje que representaban las ventas y los ingresos ordinarios de la actividad con respecto a los ingresos totales. A las fundaciones en las que el citado porcentaje se sitúa por encima del 50 por 100 se las considera entidades de mercado y no son objeto de consideración en el cálculo de las cuentas satélite objeto de este estudio, siendo la conjunción entre el carácter privado y la no consideración como entidad de mercado el criterio adoptado para delimitar el universo de fundaciones privadas al servicio de los hogares cuyo tamaño, de acuerdo con la información recogida en la encuesta se cifra en 4.192 fundaciones, a las que habría que añadir las 89 obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros, lo que supone una cifra final de 4.291 fundaciones.

El resumen de los tres grandes subgrupos de fundaciones activas en España se refleja en la tabla 1.

Una vez conocida la dimensión y estructura estimada del universo de las fundaciones privadas al servicio de los hogares a través de la Encuesta General ha sido necesario disponer de cuentas anuales de los ejercicios 2007 y 2008 con suficiente tamaño muestral y representatividad para garantizar la elaboración de cuentas satélite fiables. Para ello se ha establecido contacto con todos los protectorados y registros autonómicos solicitando las correspondientes cuentas anuales, disponiéndose finalmente de las de 784 fundaciones privadas al servicio de los hogares, que se han integrado en rúbricas de Contabilidad Nacional de acuerdo con los criterios establecidos en el SEC-1995 y, en una segunda fase, se ha procedido a su agregación y correspondiente elevación a todo el universo global que forman las 4.192 fundaciones estimadas.

4. Estructura de las cuentas satélite de la población objeto de estudio con el criterio del sector institucional

De conformidad con el SEC-1995 las cuentas en las que aparece recogida la actividad de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y obras sociales de las cajas de ahorros son las siguientes:

a. Cuenta de Producción, que muestra las operaciones relativas al proceso de producción de las citadas fundaciones; sus recursos incluyen la producción, que en su casi totalidad es no de mercado, sus empleos, los consumos intermedios y su saldo representa el valor añadido.

b. Cuenta de Explotación, que analiza en gran medida el valor añadido entre la remuneración de los asalariados y los impuestos sobre la producción y las importaciones. El saldo de la cuenta representa el excedente bruto de explotación, que corresponde a la renta que obtienen las citadas fundaciones de la utilización de sus propios activos de producción.

c. Cuenta de Asignación de la Renta Primaria, que recoge las rentas de la propiedad que perciben y pagan las fundaciones; su saldo se denomina saldo de renta primaria.

d. Cuenta de Distribución Secundaria de la Renta, que muestra cómo se asigna el saldo de renta primaria de las fundaciones por medio de la redistribución; el saldo de la cuenta es la renta disponible.

e. Cuenta de Redistribución de la Renta en Especie, que recoge las transferencias de bienes y servicios individuales no de mercado que los hogares reciben de forma gratuita de las fundaciones, su saldo es la renta disponible ajustada.

f. Dado que el gasto en consumo final de las fundaciones, como instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, se considera totalmente individual, su consumo final efectivo es cero y por tanto no aparece en la cuenta de utilización de la renta disponible ajustada. El ahorro es el saldo contable de esta cuenta que sirve de conexión con el proceso de acumulación. Las cuentas de acumulación registran las diversas causas de las variaciones de los activos y pasivos de las fundaciones privadas sin ánimo de lucro al servicio de los hogares, así como la variación de su patrimonio neto. El SEC-95 desglosa con tal finalidad la cuenta de capital en las dos cuentas siguientes: cuenta de variaciones del patrimonio neto debidas al ahorro y a las transferencias de capital y cuenta de adquisición de activos no financieros.

g. Cuenta de variaciones del patrimonio neto debidas al ahorro y a las transferencias de capital, esta cuenta permite obtener las variaciones del patrimonio neto debidas al ahorro y a las transferencias de capital, variaciones que corresponden al ahorro neto más las transferencias de capital a cobrar menos las transferencias de capital a pagar.

h. La cuenta de adquisición de activos no financieros registra la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias y el consumo de capital fijo como fuente de financiación y la adquisición de terrenos, su saldo representa la capacidad/necesidad de financiación de las fundaciones.

5. Estructura de los gastos por finalidades de la población objeto de estudio

El SEC-1995 contiene una clasificación de las finalidades de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, dentro de las cuales están incluidas las entidades aquí estudiadas. Dichas finalidades son: vivienda, salud, actividades recreativas y culturales, educación, protección social, religión, partidos políticos y organizaciones laborales y profesionales, protección ambiental y servicios n.e.p.

Tabla 2

ICNPO (CLASIFICACIÓN INTERNACIONAL DE ACTIVIDADES DE ORGANIZACIONES NO LUCRATIVAS)

Grupos
1.- Cultura y recreación
2.- Educación e investigación
3.- Salud
4.- Servicios sociales
5.- Medio ambiente
6.- Vivienda y desarrollo comunitario
7.- Derecho, política y defensa
8.- Intermediarios filantrópicos y promoción del voluntariado
9.- Internacional
10.- Religión
11.- Uniones de asociaciones profesionales y de negocios
12.- No clasificados en otro lugar

Fuente: Manual de Instituciones sin ánimo de lucro de Naciones Unidas.

Además de la anterior existe la clasificación internacional de actividades de organizaciones no lucrativas (ICNPO) del *Handbook of Non-Profit Institutions in the System of National Account* de Naciones Unidas (tabla 2). La ICNPO ya ha sido testada para las organizaciones no lucrativas en más de 20 países y es la que se utiliza en esta investigación.

En España, las cajas de ahorros disponen de su propia clasificación por finalidades, que ha dado lugar a diversos trabajos de investigación que revelan el impacto social de las actividades desarrolladas por sus obras sociales (cultura, tiempo libre, asistencia social, sanidad, educación, investigación y desarrollo, patrimonio histórico artístico y medio ambiente). Aunque en la investigación se ha respetado la clasificación propia realizada por las cajas de ahorros para presentar armonizadamente la actividad de todas sus obras sociales, de cara al análisis integrado con el resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares se ha realizado una tabla de conversión CECA-ICNPO (tabla 3).

Tabla 3

CONVERSIÓN APLICADA A LA CLASIFICACIÓN SEGÚN CECA DE ACUERDO A LOS CRITERIOS ICNPO

Actividades ICNPO	Áreas Sociales CECA
1.- Cultura y recreación	Cultura / Tiempo libre Patrimonio histórico artístico
2.- Educación e investigación	Educación Investigación y desarrollo
3.- Salud	Sanidad
4.- Servicios sociales	Asistencia social
5.- Medio ambiente	Medio ambiente

Fuente: elaboración propia.

6. Las cuentas satélite de las fundaciones al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros y de sus gastos por finalidades

6.1. Análisis de las cuentas satélite integradas de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros

La tabla 4 presenta un resumen de las cuentas satélite integradas de las fundaciones privadas al servicio de los hogares y de las obras sociales de las cajas de ahorros. En dicho resumen puede apreciarse, conjuntamente y por separado, el peso específico de estos dos grupos de entidades con relación al sector institucional S.15, *Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares* (ISFLSH) que, como es sabido, también incluye a las asociaciones privadas no de mercado. Es conveniente recordar que el sector *ISFLSH* no incluye a todas las fundaciones y asociaciones privadas no de mercado, ya que las de escasa importancia y las entidades privadas no de mercado sin personalidad jurídica se incluyen en el sector *Hogares* (S.14).

Sin embargo, la Encuesta CIRIEC-2008 ha considerado la totalidad de las fundaciones privadas al servicio de los hogares, incluidas las de escasa importancia, que en la Contabilidad Nacional están en el sector S.14 de *Hogares.* Ello explica que, en algunas magnitudes expresadas como porcentaje del sector S.15 *ISFLSH,* este último supere el 100 por 100.

El bloque 3 de la tabla 4 permite apreciar la gran importancia que tienen las fundaciones privadas al servicio de los hogares y las obras sociales de las cajas de ahorros en el conjunto del sector institucional S.15-ISFLSH. En efecto, las 4.192 fundaciones estudiadas y las 89 obras sociales y fundaciones vinculadas a las cajas de ahorros realizan una producción equivalente a casi la tercera parte de toda la producción del sector S.15.

Ello es especialmente significativo si consideramos que en dicho sector se desenvuelven casi 150.000 asociaciones activas, con 470.000 empleados en el año 2008, según revela una reciente investigación del CIRIEC-España[8]. Además, buena parte de las transferencias corrientes diversas que realizan las fundaciones y obras sociales consideradas tienen como destinatario intermedio las asociaciones no de mercado del sector *ISFLSH.*

6.2. Análisis de las cuentas satélite de fundaciones y obra social de las cajas de ahorros

En cuanto el peso específico de las obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros destaca sobremanera la importancia de su producción que supone casi la tercera parte de la realizada por todas las fundaciones privadas al servicio de los hogares (30,48 por 100). De dicha producción, tan solo el 11 por 100 se destina al mercado, mientras el 89 por 100 se ofrece de forma gratuita o cuasigratuita a precios no significativos a los beneficiarios de los diversos programas y actividades desarrollados por

[8] Las grandes cifras de la Economía Social en España.

Tabla 4

MACROMAGNITUDES DE OBRAS SOCIALES Y FUNDACIONES DE LAS CAJAS DE AHORROS Y DEL RESTO DE FUNDACIONES PRIVADAS AL SERVICIO DE LOS HOGARES

(en millones de euros)

Entidades / Rúbricas	1. Obra social y fundaciones de Cajas de Ahorros			2. Resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares			3. Fundaciones privadas al servicio de los hogares y obras sociales de Cajas de Ahorros	
	Total	*% s/ total ISFLSH*	*% s/ total fundaciones privadas servicio de los hogares*	*Total*	*% s/ total ISFLSH*	*% s/ total fundaciones privadas servicio de los hogares y obras sociales*	*Total*	*% s/ total ISFLSH*
Producción	1.091,29	9,48	30,48	2.488,85	21,62	69,52	3.580,13	31,10
Producción de mercado	116,64	6,80	35,30	213,76	12,46	64,70	330,40	19,25
Otra producción no de mercado	974,66	9,95	29,99	2.275,08	23,23	70,01	3.249,74	33,18
Valor Añadido Bruto a pm	156,88	2,85	9,92	1.424,12	25,87	90,08	1.581,00	28,72
Consumos intermedios	934,42	15,56	46,74	1.064,72	17,73	53,26	1.999,14	33,29
Remuneración de asalariados	150,58	3,00	10,66	1.262,57	25,19	89,34	1.413,14	28,20
Excedente Bruto de Explotación	-68,55	-14,13	100,00	0,00	0,00	0,00	-68,55	-14,13
Transferencias corrientes diversas recibidas	1.927,02	17,45	43,85	2.422,62	21,93	55,13	4.349,64	39,78
Transferencias corrientes diversas empleadas	714,25	40,22	70,85	293,81	16,54	29,15	1.008,06	56,76
Transferencias de bienes y servicios no de mercado individuales	974,66	43,90	30,41	2.230,57	100,48	69,59	3.205,22	144,38
Renta disponible (R)	1.150,76	11,42	34,72	2.164,03	21,48	65,28	3.314,79	32,90
Ahorro bruto	176,10	62,89	160,72	-66,54	-23,76	60,72	109,57	39,13
Variaciones del patrimonio neto debidas al ahorro y transferencias de capital	176,10	67,99	83,45	34,91	13,48	16,54	211,02	81,47
Formación Bruta de capital fijo	312,05	44,64	26,56	862,81	123,43	73,44	1.174,86	168,08
Capacidad (+) necesidad (-) de financiación	-61,40	-136,44	-8,11	-695,56	1.545,69	91,89	-756,96	-1.682,13

estas organizaciones. La mayor parte de esta producción se lleva a cabo directamente desde la Obra Social (el 57 por 100) correspondiendo el 43 por 100 restante a las operaciones de las fundaciones de las cajas de ahorros.

Analizando el proceso de producción de estas entidades se observa que el nivel de producción obtenido supuso el consumo de bienes y servicios valorados en 934 millones de euros (0,08 por 100 del total nacional), así como 150,6 millones de euros en remuneración de asalariados que se corresponden, en gran parte, con el valor añadido bruto generado por las operaciones de la obra social y las fundaciones vinculadas a dichas entidades, y que se cifra en 156,8 millones de euros, lo que representa un 0,01 por 100 de participación sobre el total nacional, 2,85 por 100 sobre el valor añadido correspondiente al sector Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH) y 9,92 por 100 de la producción de todas las fundaciones privadas al servicio de los hogares.

En cuanto a la remuneración de asalariados, conviene destacar que el 62 por 100 es ejecutado por la Obra Social de las cajas de ahorros, dejando el 38 por 100 restante a las fundaciones asociadas a dichas entidades, lo que resulta concordante con los porcentajes de distribución del gasto entre centros propios y en colaboración.

Asimismo, resulta notorio que las cinco primeras entidades que destacan al ejecutar un mayor volumen de recursos en esta rúbrica son la Obra Social y Fundación de la Caixa con 23,1 millones de euros, la Obra Social y fundaciones de Kutxa con 18 millones de euros, seguidas de la Obra Social y fundaciones de BBK con 11,9 millones de euros y las obras sociales y fundaciones de Caixa Terrassa e Ibercaja con 9,4 y 8,2 millones de euros, respectivamente; mientras que las obras sociales y fundaciones de Caja Madrid y CAM se ubican en la posición sexta y séptima, respectivamente, a pesar de ocupar los primeros puestos por nivel de producción.

Respecto a la cuenta de distribución de renta, cabe destacar que, de forma consolidada, la Obra Social de las cajas de ahorros y fundaciones asociadas reciben transferencias por valor de más de 1.927 millones de euros, dato que contrasta con la magnitud en transferencias monetarias entregadas, que alcanzan los 714 millones de euros y que deja el papel protagónico a la cuenta de redistribución de renta con un importe de 974 millones de euros en transferencias en especie, lo que en términos relativos supone un 89,3 por 100 del valor total de la producción.

Otro dato significativo para este conjunto de entidades es el tamaño correspondiente al indicador de necesidad de financiación superior a 61,4 millones de euros, como resultado del esfuerzo inversor que llevaron a cabo las obras sociales de las cajas de ahorros y sus fundaciones que situaron en 312,1 millones de euros la formación bruta de capital fijo durante el año 2008, agregado que representa 0,1 por 100 del total nacional y 44,6 por 100 del valor correspondiente al sector ISFLSH. Al respecto, las obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros que mayor nivel de inversión alcanzaron fueron las correspondientes a Caja Madrid y Caixa Catalunya con 61.4 y 39.1 millones de euros, seguidas de la Caixa y Kutxa con 31.1 y 19.3 millones de euros, respectivamente, y Caixanova, Unicaja, Caixa Galicia, Caixa Granada y Bancaja con un volumen de inversión muy cercano a los 15 millones de euros. El resto de obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros manejaron cifras por debajo de los 10 millones de euros.

6.3. Análisis de las cuentas satélite de las fundaciones privadas al servicio de los hogares, excluidas las fundaciones de las cajas de ahorros

Después del análisis global y parcial de los resultados correspondientes a las cuentas satélites de la Obra Social de las cajas de ahorros y sus fundaciones asociadas, las cifras que se presentan a continuación permiten analizar, de forma concreta, los resultados obtenidos de las cuentas satélites para las fundaciones privadas al servicio de los hogares, excluidas todas las entidades analizadas en el epígrafe anterior.

Así, tal como se aprecia de forma resumida en la tabla 4, la cuenta de producción revela que durante el año 2008 el valor total de la producción para las fundaciones privadas al servicio de los hogares excluidas las fundaciones de las cajas de ahorros, ascendió a 2.489 millones de euros, lo que en términos relativos representa, escasamente, un 0,12 por 100 del total nacional. Sin embargo, dicho porcentaje aumenta hasta casi 22 puntos porcentuales si se mide respecto al sector Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares y alcanza casi el 70 por 100 si se refiere al conjunto de fundaciones al servicio de los hogares y obras sociales de cajas de ahorros. Como vemos se trata de un sector pequeño pero cada vez más relevante en el panorama económico nacional.

Otro aspecto a destacar de la cuenta de producción se refiere a la función económica de estos agentes, en tanto que el 91 por 100 de su producción se basa fundamentalmente en actividades productivas de no mercado, al servicio de los hogares, mientras que un reducido 9 por 100 se canaliza hacia la producción de bienes y servicios de mercado.

Igualmente, los resultados económicos obtenidos revelan que el nivel de producción alcanzado por las fundaciones privadas al servicio de los hogares, excluidas las fundaciones de las cajas de ahorros, supuso en dicho año el consumo de bienes y servicios valorados en 1.065 millones de euros, es decir, el 43 por 100 del valor total de su producción; al mismo tiempo que el valor añadido de estas entidades se cifraba en 1.424 millones de euros, hasta representar el 57 por 100 de la producción de dichas instituciones. De esta forma, en ausencia de excedente bruto de explotación, el valor añadido del sector se vincula, directamente, con el importe correspondiente a la remuneración de asalariados que asciende a 1.262 millones de euros, con una participación de 0,24 por 100 del total nacional, 25,19 por 100 respecto al sector instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares y 89,34 por 100 del total de fundaciones al servicio de los hogares y obras sociales de las cajas de ahorros.

La estructura de las cuentas satélites pone de manifiesto la función de distribución y redistribución de la renta de las fundaciones. Así, dado el papel residual de las cuotas de usuarios y de los precios en contraprestación por los servicios producidos, la principal fuente de ingreso de las fundaciones estudiadas en este apartado proviene de las transferencias recibidas por valor de 2.422 millones de euros, lo que permite que estas entidades hagan frente a sus múltiples compromisos, entre los que se destacan las transferencias monetarias efectuadas por un importe de 293 millones de euros, así como el conjunto de transferencias de bienes y servicios no de mercado, valorados en 2.230 millones de euros.

Otro dato significativo en las cuentas satélite de estas fundaciones proviene de su cuenta de capital que arroja para el año 2008 un resultado negativo o necesidad de financiación valorado en 696 millones de euros (0,7 por 100 de participación del total nacional) que, sin lugar a dudas, se explica por el esfuerzo inversor del sector al destinar en 862 millones de euros a la formación bruta de capital fijo, lo cual en términos relativos supone 0,27 por 100 de participación sobre el total nacional.

6.4. Análisis de los gastos por finalidades

La tabla 5 permite apreciar la estructura del gasto por finalidades del conjunto de la población objeto de estudio y, de forma desagregada, el gasto de los dos grandes gru-

Tabla 5

GASTO AGREGADO POR FINALIDADES DE LAS OBRAS SOCIALES Y FUNDACIONES DE CAJAS DE AHORROS Y DEL RESTO DE FUNDACIONES PRIVADAS AL SERVICIO DE LOS HOGARES
(en millones de euros)

Entidades	1. Obra Social y fundaciones de cajas de ahorros		2. Resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares			3. Fundaciones privadas al servicio de los hogares y obras sociales de cajas de ahorros	
Actividad	*Gasto*	*Porcentaje*	*Nº de fundaciones*	*Gasto*	*Porcentaje*	*Gasto*	*Porcentaje*
Cultura/deporte/ocio	836,2	40,7	850	343,1	12,2	1.179,3	24,2
Educación/investigación	322,4	15,7	1.278	1.395,8	49,5	1.718,3	35,3
Salud	54,9	2,7	266	13,6	0,5	68,5	1,4
Servicios sociales	726,4	35,4	1.171	661,8	23,5	1.388,1	28,5
Medio ambiente	112,2	5,5	103	20,4	0,7	132,6	2,7
Desarrollo comunitario	--	--	30	2,5	0,1	2,5	0,1
Derechos sociales	--	--	78	19,6	0,7	19,6	0,4
Intermediarios filantrópicos	--	--	192	312,5	11,1	312,5	6,4
Internacional	--	--	173	49,2	1,7	49,2	1,0
Religión	--	--	24	--	--	--	--
Asociaciones profesionales	--	--	27	0,6	--	0,6	--
TOTAL	**2.052,1**	**100,0**	**4.192**	**2.819,1**	**100,0**	**4.871,2**	**100,0**

Fuente: elaboración propia.

pos que la integran: obras sociales de cajas de ahorros y resto de fundaciones privadas al servicio de los hogares.

El capítulo de gasto más importante del conjunto de entidades estudiadas es el relativo a *Educación e investigación* que, con 1.718 millones de euros representa el 35 por 100 del gasto total. Los *Servicios sociales* constituyen la segunda partida de gasto, con 1.388 millones de euros (28 por 100 del total) y *Cultura, deporte y ocio* alcanza los 1.179 millones de euros (24 por 100 del total)

Los gastos por finalidades de las obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros se han obtenido de las Memorias de la CECA y, como se ha señalado con anterioridad, están agrupados en ocho grandes áreas, que se han reagrupado en cinco de los doce campos de actividad que utiliza el ICNPO (tabla 2).

El gasto de las obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros (2.052 millones de euros) representa el 42 por 100 de todo el gasto de las fundaciones privadas al servicio de los hogares. Destaca la partida de gasto en *Servicios Sociales* de las obras sociales y fundaciones de las cajas de ahorros. Con 726 millones de euros esta partida supone el 52 por 100 del gasto total en servicios sociales. Junto al gasto en *Medio ambiente* (112 millones de euros y 85 por 100 del total de esta actividad) y en *Cultura, deporte y ocio* (836 millones de euros y 71 por 100 del total en esta actividad) estas tres partidas marcan una posición de liderazgo absoluto de las obras sociales y fundaciones de cajas de ahorros en estas actividades.

Bibliografía

ANHEIER, H. K. (2001). "Foundations in Europe: a Comparative Perspective", in SCHÜLTER A, THEN V, WALKENHORST P, éd., Foundations in Europe, Directory of Social Change, Londres.

BAREA, J. y MONZÓN, J.L. (1992): *Libro Blanco de la Economía Social en España*, Ed. Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.

— (1995): *Las Cuentas Satélite de la Economía Social en España: una primera aproximación,* Ed. CIRIEC-España, Valencia.

— (2007): *Manual para la elaboración de las cuentas satélite de las empresas de la Economía Social: cooperativas y mutuas,* CIRIEC-España, Valencia

BAREA, J. y PULIDO, A. (1998): *Valoración de la actividad económica de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares* (ISFLSH) estudio financiado por EUROSTAT e INE, Mimeo.

Comisión De Las Comunidades Europeas/EUROSTAT (1996): *Sistema Europeo de Cuentas SEC-1995.* Luxemburg.

JOHNS HOPKINS COMPARATIVE NON-PROFIT SECTOR PROJECT (1997-1999) (1997): *Project Manual: Johns Hopkins Comparative Non-Profit Sector Project*, Baltimore: Johns Hopkins Institute for Policy Studies, 1997-1999.

MERTENS, S. (2002): *Vers un compte satellite des Institutions sans but lucratif en Belgique*, Thèse de Doctorat, Universitè de Liège.

MONZÓN, J.L. (2010): *Las grandes cifras de la Economía Social en España, CIRIEC, Valencia.*

United Nations (2003): *Handbook on Non-profit institutions in the system of National Accounts;* New York.

American Economic Review cumple cien años

*Alfonso Carbajo**

La *American Economic Review* (AER, en adelante) ha cumplido este año su primer siglo de existencia, disfrutando de excelente salud. Entre los centenares de revistas profesionales de Economía (pura o aplicada) generales o especializadas, se sitúa claramente, según todos los indicadores, entre las diez primeras (y según algunos, entre las cinco primeras). Aunque no es la única publicación periódica de la *American Economic Association* (AEA) —las otras son el *Journal of Economic Literature* (JEL), el *Journal of Economic Perspectives* (JEP) y, desde 2009, las cuatro revistas especializadas siguientes: *Applied Economics, Economic Policy*, *Macroeconomics* y *Microeconomics*—, la AER es, sin duda, la más representativa y la única que, hasta hace dos años, se había venido concentrando exclusivamente en la publicación de investigaciones originales (en JEL, como indica su nombre, aparecen dos tipos de artículos, o extensas visiones panorámicas de la literatura sobre un área económica determinada o reseñas de publicaciones económicas, además de información bibliográfica y de orden profesional; el JEP tiene una orientación más didáctica, el énfasis de los artículos es pedagógico y contiene secciones de ejercicios, sugerencias de lecturas y miscelánea).

Hasta este año, la AER ha tenido periodicidad trimestral, apareciendo los números en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre; con el mismo formato, se publica un número en mayo que contiene las presentaciones, seminarios, conferencias y sesiones de la reunión anual de la AEA (titulado por eso, *American Economic Review, Papers and Proceedings* (AERPP)), celebrada a fines del diciembre (o principios del enero) precedente, pero que no puede ser considerado, estrictamente, parte integral de la revista, aunque comparta su nombre. Y ello, porque las presentaciones que constituyen el contenido de los AERPP exhiben el aire espontáneo y provisional de las reuniones en que tuvieron lugar y no están sujetas a los controles editoriales rigurosos (críticas de evaluadores anónimos, informes de coeditores) a que están sometidos los originales que aspiran a ser publicados en los números ordinarios de la revista. Las tres mil páginas que suman los cuatro números dan salida, cada año, a menos de la décima parte de los originales recibidos de todo el mundo.

Desde sus orígenes a principios del siglo XX como una indefinida publicación gremial, la AER ha ganado a lo largo del tiempo en extensión y profundidad, adaptándose a la consolidación de la profesión de economista, reflejo a su vez de las transformaciones de la sociedad americana, y enfrentándose a la competencia de viejas y nuevas publicaciones de prestigio. Dada la importancia creciente de la investigación en la universidad americana, la presión sobre los académicos para publicar ha ido en aumento, y AER ha respondido a esa presión, sin rebajar la calidad (como lo evidencia el prestigio de los sucesivos editores y el del los ahora 35 coeditores), dedicando cada vez más espacio a la publicación de investigaciones originales. Esto se ha conseguido por dos vías: aumentando progresivamente el número de páginas por número y desprendiendo de la revista las reseñas, los artículos expositivos de la literatura y otras noticias; así se explica la aparición de JEL en 1969 y de JEP en 1987 (y, aunque en menor medida, la de las cuatro revistas sectoriales en 2009). Pero todas estas medidas han resultado insuficientes, y desde 2011, AER aparecerá seis veces al año (añadiendo a los meses tradicionales, los de febrero, abril, agosto y octubre) a fin de satisfacer las demandas crecientes de los autores, deseosos de publicar sus originales en las revistas económicas más prestigiosas.

* Economista y Técnico Comercial del Estado.

En suma, AER cumple su centenario en pleno éxito, y la revista lo ha celebrado dedicando a la efemérides una sección en el número de febrero de este año, compuesta de las siguientes piezas: el informe de la comisión integrada por seis distinguidos economistas, presidida por Robert Solow, con el encargo de seleccionar los veinte mejores artículos publicados en la vida de la revista; un artículo encargado a Robert Margo para la ocasión[1]: *The Economic History f the American Economic Review: A Century´s Explosion of Economic Research*; el primer artículo publicado al aparecer AER en 1911: *Some Unsettled Problems of Irrigation*, de Katharine Coman; y, para cerrar, tres artículos glosando, desde la perspectiva actual, la significación de la aportación de Coman, escritos por especialistas tan destacados de la economía del medio ambiente como la Nóbel Elinor Ostrom, Gary Libecap y Robert Stavins. Quede para más adelante el análisis de este momento celebratorio. Antes debemos dar un repaso a la historia porque la bonanza actual de la AER no estaba, en modo alguno, asegurada en el momento de su fundación. Tanto el nacimiento de la AEA como el de su revista principal estuvieron sometidos a cambios azarosos e imprevisibles.

La ciencia económica en el siglo XIX en Estados Unidos y en Europa

En la segunda mitad del siglo XIX la Economía comenzaba a consolidarse en Europa como la investigación sistemática de los problemas de elección en un contexto de recursos escasos. La disciplina se formalizaba, a partir de los años setenta, con las grandes figuras del marginalismo. En Gran Bretaña, Jevons, Marshall, Wicksteed y Edgeworth desarrollaban la síntesis de Mill sobre una base rigurosa. En Francia, Walras ponía los fundamentos de la teoría del equilibrio general. En Austria, Menger, Wieser y Bohm-Bawerck ya hacían contribuciones decisivas a las teorías de la demanda y del capital. En Italia, el *Giornale degli Economisti*, fundado en 1875, difundía en el último cuarto de siglo los descubrimientos de los hacendistas italianos, precursores de la moderna teoría de la elección pública, con representantes como Pantaleoni, de Viti di Marco o Mazzola, así como las exploraciones de economía matemática[2] de Pareto y Volterra. Salvo en Alemania, por toda Europa el estudio de la Economía estaba entrando en la modernidad.

Frente a esta ebullición intelectual, el panorama de Estados Unidos no podía ser más desolador. El estudio de la economía era concebido, en gran medida, como una disciplina auxiliar de la Filosofía Moral, impartida mayoritariamente por clérigos. La distinción entre proposiciones positivas y normativas distaba mucho de ser clara. Y muchos de los docentes sin formación teológica estaban educados en la ortodoxia de la Escuela Histórica Alemana. Si ahora, el sueño de todo estudiante europeo brillante es completar su formación económica en Harvard, Wharton o Stanford, en el siglo XIX la educación universitaria de todo americano aspirante a economista era considerada incompleta si no estaba rematada por una experiencia formativa en Halle o en Tubinga.

Algunos ejemplos sirven para ilustrar el clima intelectual de las universidades de Estados Unidos en el siglo XIX. Francis Walker, general en el ejército de la Unión, sin más distinciones que haber sido director de la Oficina del Censo y tener unos conocimientos superficiales del mundo de los negocios, llegaría a ser Presidente de MIT y de la American Economic Association (AEA). Hasta 1868, el reverendo McVickar ocupó en la Universidad de Columbia la única cátedra de Economía existente en Estados Unidos, la cátedra de Filosofía Moral y Economía Política. La primera cátedra de economía política (independiente de Filosofía Moral) en Estados Unidos, se creó en Harvard en 1871, y su Presidente eligió para ocuparla a Charles Dunbar, hasta entonces director del periódico *Boston Daily Advertiser*, por considerarlo un partidario moderado de la libertad de comercio y, a la vez, experto en el mundo de las finanzas. Compárense los méritos, estimados o supuestos, del beneficiario de la generosa invitación del Presidente Eliot, con los que ahora exigiría la misma Universidad a los calificados aspirantes a una posición de segunda fila en el depar-

[1] El artículo de Margo ha sido una fuente indispensable en la preparación de este artículo. También son muy valiosos los siguientes: A. Coats (1969) "The American Economic Association´s Publications: An Historical Perspective", *JEL*, vol. 7, nº1; A. Coats (1971) "The Role of Scholarly Journals in the History of Economics: An Essay", *JEL*, vol. 9, nº1; y G. Stigler, S. Stigler y C. Friedland (1995) "The Journals of Economics", *JPE*, vol. 103, nº2. Este último se publicó tras el fallecimiento de George Stigler, completando el análisis estadístico que forma la parte central del trabajo su hijo Stephan Stigler, que aparece como coautor.

[2] El espíritu innovador de la revista italiana continuó entrado el siglo XX. Es sabido que la ecuación fundamental de la teoría del valor está rigurosamente derivada en el artículo de Eugene Slutsky (1915) "Sulla teoría del bilancio del consumatore", *Giornale degli Economisti*, vol. 51, julio. Este trabajo fundamental de un oscuro profesor de la Escuela de Comercio de Kiev, publicado en plena guerra, permaneció ignorado hasta 1936 en que Hicks redescubrió independientemente los fundamentos de la teoría de la demanda del consumidor. En su obra capital, Hicks reconoció la originalidad del investigador soviético, afirmando "este capítulo constituye una exploración del territorio que descubrió Slutsky". Véase J R Hicks, **Value and Capital** (1938), Oxford University Press, pág. 19. Tras la conquista del poder por los leninistas, Slutsky perdió interés en la teoría económica burguesa, dedicándose a trabajar en el campo de la teoría de la probabilidad. En 1972, Hicks recibió el premio Nobel de Economía.

tamento de Economía o en la Escuela de Negocios para constatar el tremendo cambio que ha tenido lugar.

Pero más sorprendente aún, para el lector actual, fue la reacción de Dunbar a la oferta. Como hombre de principios, creyendo que su formación era incompleta, éste respondió que sólo aceptaría la cátedra con la condición de que se le permitiera incorporarse tras dos años de estudios en Alemania. Es difícil exagerar el magnetismo que las universidades alemanas ejercieron sobre los americanos estudiosos de aquella época. Esa influencia es evidente y directa en los que serían a su vuelta representantes de la escuela institucionalista, como Ely, Commons, Patten, James y Johnson. Pero la experiencia germánica fue no menos significativa entre los economistas ortodoxos. El hacendista Seligman, el teórico del comercio internacional, Taussig, considerado por Schumpeter uno de los mejores maestros de economía de todos los tiempos, y, el redescubridor del marginalismo, John Bates Clark, también se formaron en la disciplina de las universidades alemanas.

Esta atracción se mantuvo durante mucho tiempo. En 1911, apenas tres años antes del estallido de la Gran Guerra en que terminarían enfrentándose Estados Unidos y Alemania, se produce un hecho que parece un eco de la conversación que habían mantenido Dunbar y Eliot en Harvard cuarenta años antes. Tras una serie de debates internos, los directivos de la AEA han decidido lanzar lo que será la AER, la revista periódica de la Asociación, e invitan a Davis Dewey, antiguo Presidente de la AEA y antiguo director del *Journal of the American Statistical Association (JASA),* a que se haga cargo de la nueva publicación. Dewey responde que su dominio de los idiomas es limitado y que sólo aceptará el puesto de director si la orientación de la revista es tal que sus conocimientos del francés y del alemán sean suficientes para el buen ejercicio de su función.

Una conversación de este tenor sería inconcebible hoy en día. El director en ciernes que adujera un escrúpulo semejante sería automáticamente considerado incapacitado para el puesto y borrado de la lista de candidatos. Los factores que explican un cambio tan radical en el panorama cultural son muchos y complejos, pero, con toda seguridad, la pesadilla del episodio hitleriano es uno de ellos.

La creación de la American Economic Association (AEA)

Los comienzos de la AEA no pudieron ser más azarosos. A iniciativa de Richard Ely, Patten y Walker (y en oposición al Club de Economía Política que los economistas ortodoxos habían fundado en Nueva York un año antes), con ocasión de las reuniones de la American Historical Association en septiembre de 1885 en Saratoga Springs (NY), un grupo de jóvenes economistas celebraron la sesión fundacional de lo que sería la AEA. Casi la mitad eran pastores protestantes o seglares imbuídos de un intenso celo apostólico, y todos ellos simpatizaban con el movimiento del evangelio social (*social gospel*) cuyo programa político más extremo consistía en condenar el *laissez-faire*, oponerse al trabajo de la mujer en la industria y poner barreras a la inmigración.

Como discípulo de la escuela histórica, Ely estaba más dominado por el fervor del cruzado que por la preocupación de objetividad del científico, y quería que la naciente asociación sirviera a la articulación de una causa más que a la cooperación entre los profesionales cultivadores de una disciplina. Su celo apostólico se pone de manifiesto en el primer párrafo del manifiesto que propuso a sus colegas: "Creemos que el Estado es un medio para la elevación intelectual y moral de los ciudadanos cuya actuación benevolente es una condición necesaria para el progreso. Si bien reconocemos la necesidad de la iniciativa individual en la esfera de la producción, sostenemos que la doctrina del *laissez-faire* es políticamente peligrosa y moralmente cuestionable."

Este extremismo excluyó de la Asociación a los partidarios de la escuela clásica y a los economistas ortodoxos y fue inquietando progresivamente a los miembros más moderados, de modo que Walker como Presidente y Ely como Secretario fueron suavizando paulatinamente su posición hasta que en 1892 las declaraciones más conflictivas se suprimieron enteramente. En ese año, Dunbar fue elegido Presidente, reflejando el triunfo de las ideas moderadas y la transformación de la AEA, de un movimiento de acción social en una asociación verdaderamente gremial, inclusiva de todos los profesionales de la economía, con independencia de su ideología[3].

A partir de 1906, los presidentes (y otros directivos) tienen un mandato anual, y las reglas de gobierno de la AEA son esencialmente las actuales. La presidencia recae en un economista de prestigio que se encarga de seleccionar los temas de los seminarios, y los ponentes y comentaristas de cada presentación, y de la preparación de los textos para los *papers and proceedings* (AEPPA). De este

[3] Sobre los enfrentamientos de escuelas en el período de formación de la AEA, la autoridad, una vez más, es A. Coats (1960), "The First Two Decades of the American Economic Association", *AER*, vol. 50, nº 4. También muy interesante es E. Mason (1982), " The Harvard Department of Economics from the Beginning to World War II", *QJE*, vol. 97, nº 3.

modo, el contenido y el estilo de los AEPPA varían mucho de un año a otro, según las preferencias y la orientación de cada presidente. El AEPPA de la presidencia de Leontief está relativamente concentrado en aplicaciones de técnicas *input-output*, mientras que en el correspondiente a la de Schelling hay muchas sesiones sobre problemas de estrategia y en el de Galbraith aparecen notas sobre explotación, economía radical y tecnoestructura.

Pero el poder discrecional de los presidentes termina ahí, en lo que va en los AEPPA. El contenido de las revistas depende del respectivo director y del consejo editorial, fuera de las injerencias del presidente de turno, lo que garantiza la calidad de la publicación.

Evolución de la *American Economic Review*

En la frágil etapa inicial, la AEA comenzó a publicar unas *Publications of the American Economic Association*, de periodicidad y contenido cambiantes, desde comentarios de disposiciones oficiales a tesis doctorales, a monografías de mérito (el gran Irving Fisher escribió cinco para la colección). Para colocar las publicaciones entre el público profesional había que asegurar un mínimo de calidad uniforme y era necesario enfrentarse a la competencia del *Quarterly Journal of Economics (QJE),* publicado desde 1887 por el departamento de economía de Harvard y, desde 1892, a la del *Journal of Political Economy (JPE)*, de la Universidad de Chicago. Desde Gran Bretaña, la Royal Economic Society había empezado en 1891 a publicar el *Economic Journal (EJ),* bajo la dirección del gran Francis Edgeworth. Estas revistas eran una amenaza pero indicaban el camino a seguir, de modo que, tras un período de estudio y deliberación, la Asociación decidió lanzar en 1911 el primer número de la AER, nombrando director a Davis Dewey, que ocuparía el cargo hasta 1940.

Dewey, mucho menos capaz que su famoso hermano, el filósofo y pedagogo John Dewey, era inseguro y "desconfiaba de los razonamientos abstractos" (una coartada para rechazar la más elemental demostración algebraica o geométrica), pero tuvo la precaución de buscar el consejo de los académicos más eminentes, con lo que la revista se fue asentando lentamente. Eran tiempos en los que las revistas se producían artesanalmente, y su calidad dependía de la pericia del artesano. En este sentido, Dewey tuvo la mala suerte de encontrarse frente a formidables competidores: Viner dirigiendo el JPE y Keynes dirigiendo el EJ (los mismos años que Dewey, de 1911 a 1941). Si se necesitase alguna prueba de las dotes sobrehumanas de Keynes, bastaría recordar que dirigió EJ sin ayuda alguna (salvo un período en los veinte, en que Edgeworth desempeñó el puesto de secretario de edición), compaginándolo con funciones como la de asesor del Tesoro, negociador principal en la Conferencia de Versalles, tesorero del Trinity College y autor de, al menos, cinco *best-sellers*, entre otras actividades. En 1930 un grupo de economistas crea la Econometric Society, que empieza a publicar la revista *Econometrica*, publicación que, por su contenido altamente matemático, ocupa un nicho de mercado distante del que se disputan AER, QJE, JPE y EJ.

A Dewey le sucedió, de 1941 a 1951, Paul Homan, tristemente célebre por haber rechazado el famoso artículo de Stolper y Samuelson, "Protection and Real Wages", y a éste, de 1952 a 1962, Bernard Haley, cuyo mandato coincide con una fase de extraordinaria expansión de la revista, debido al aumento continuado, desde la guerra, de estudiantes en las carreras de Económicas. Se aumenta el tamaño de la revista y se reduce el espacio dedicado a reseñas y artículos panorámicos, y desde 1969, bajo la dirección de George Borts (1969-1980), gracias al lanzamiento de JEL, la AER sólo contiene artículos o notas relativos a investigaciones originales.

En los años setenta, la AER se tiene que enfrentar a una nueva dimensión de la competencia en la industria de la comunicación científica: la entrada de las grandes empresas editoriales, como North Holland, Elsevier, Wiley, Rand McNally o Routledge, en la producción y distribución de revistas técnicas especializadas. Aparecen así, el *Journal of International Economics*, *Journal of Public Economics*, *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Financial Economics* y otras muchas. AER responde reforzando su condición de publicación generalista.

En el siglo XXI, los directores han sido Bernanke (2001-2004), Moffitt (2004-2010) y la actual, Pinelopi Goldberg, desde 2011. Desde el año pasado, las cuatro revistas especializadas de la AEA cumplen la función de atacar a los rivales comerciales de la AEA en su propio terreno.

La celebración del centenario

El artículo de Arrow, Bernheim, Feldstein, McFadden, Poterba y Solow explica las consideraciones que les han llevado a seleccionar los veinte mejores artículos publicados en toda la historia de la AER, así como una breve justificación de la importancia de cada uno de ellos. Curiosamente, la prudencia les ha impulsado a no incluir ningún artículo posterior a 1980. La mayoría de los incluidos, como el de Hayek de 1945, el de Alchian y Demsetz sobre la producción y la organización en la empresa (el más citado de

todos los publicados en AER), los de Diamond y Mirrlees o el de Dixit y Stiglitz, son incuestionables. El de Cobb y Douglas, cuando la función de su nombre la había inventado Wicksell unas décadas antes, lo es menos[4].

El artículo de Margo es un buen trabajo sobre el proceso de adaptación de la AER a las necesidades y potencialidades de sus miembros.

Por último, Ostrom, Libecab y Stavins, en sus respectivas contribuciones, subrayan el interés permanente del primer artículo aparecido en AER, escrito medio siglo antes de que Mancur Olson se preocupase de la lógica de la actuación colectiva, y el mérito incuestionable de su autora cuya obra no ha tenido el reconocimiento apropiada. La tragedia de Katharine Coman es la misma que la de tantas mujeres que, a pesar de realizar contribuciones de enorme valor a las ciencias o a las artes, permanecen en la oscuridad, eclipsadas por el reconocimiento social conferido a sus consortes. Hasta su muerte en 1915, vivió (en lo que en la Nueva Inglaterra de su tiempo se denominaba eufemísticamente un "Boston marriage") con Katharine Lee Bates, que adquirió celebridad nacional al escribir la letra de la canción patriótica "Oh America the Beautiful", dejando la figura de la economista en la sombra. La celebración del centenario de la AER en un año en el que la gestión de los recursos de libre acceso ha adquirido una dimensión verdaderamente global, actuará como estímulo para reivindicar el valor permanente de la obra de Coman entre las investigaciones sobre la economía del medio ambiente.

[4] El artículo de Cobb y Douglas se publicó en AER en 1928, veinte años después de la aparición del texto de Knut Wicksell (en sueco), cuya traducción al inglés sería publicada en 1934 bajo el título de **Lectures on Political Economy.** La edición sueca fue comentada tras su aparición por Wicksteed.

Panel de previsiones de la economía española abril 2011

Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Se mantiene la previsión del PIB para 2011 en el 0,8 por 100

Los indicadores disponibles relativos a los primeros meses de 2011 apuntan a una tasa de crecimiento del PIB similar a la registrada en el último trimestre de 2010. La demanda nacional no logra remontar, como ponen de manifiesto los pobres resultados de la mayoría de indicadores de consumo y de inversión, como las ventas minoristas, las pernoctaciones de residentes, la cartera de pedidos de bienes de consumo, las ventas de automóviles y los indicadores de confianza. En el caso de estos últimos destaca el desplome que ha sufrido el relativo al sector constructor, que puede estar reflejando una intensificación de los recortes en la obra pública.

La tasa intertrimestral de crecimiento del PIB de consenso prevista para el primer trimestre de 2011 (cuadro 2) es del 0,2 por 100. El ritmo de recuperación se mantendrá en torno a ese nivel a lo largo de todo el ejercicio. La tasa media anual prevista para el conjunto del ejercicio continúa sin modificaciones en el 0,8 por 100 (cuadro 1). No obstante, se ha revisado ligeramente la composición de dicho crecimiento: se espera una aportación de la demanda nacional algo menor que en el anterior Panel (todos los componentes de esta han sido corregidos a la baja), que será contrarrestada por una aportación algo superior de la demanda externa.

La previsión para 2012 se sitúa en el 1,5 por 100

En el Panel de abril se solicitan por primera vez las previsiones para 2012. La tasa de consenso prevista para el PIB es del 1,5 por 100. Ningún panelista espera una tasa de crecimiento superior al 2 por 100 (el máximo es del 1,9 por 100). La aportación prevista de la demanda nacional será positiva, un punto porcentual, y la del sector exterior será de 0,5 puntos porcentuales (pp). De acuerdo con los resultados de consenso, se espera que la inversión vuelva a presentar una tasa de crecimiento positiva. En el caso de la FBCF en construcción, las opiniones están muy divididas en cuanto a si se recogerá una tasa positiva o negativa.

Las tasas intertrimestrales previstas para 2012 son superiores a las esperadas para este ejercicio, aunque todas ellas por debajo, en términos anualizados, del 2 por 100, muy inferiores, por tanto, al ritmo de crecimiento tendencial de largo plazo de la economía española.

Se reduce la previsión para la actividad industrial en 2011

Los indicadores de actividad industrial ofrecen buenos resultados al inicio del ejercicio. El índice de producción industrial remontó un 5,3 por 100 (anualizado) en el conjunto del periodo enero-febrero con respecto al cuarto trimestre de 2010, mientras que los ascensos en los índices de cifra de negocios y entrada de pedidos han sido incluso superiores. A la vista de la debilidad de los indicadores de demanda nacional y de la positiva evolución de las exportaciones (aunque en el momento de cerrar este Panel solo se dispone de datos relativos a enero), cabe concluir que se trata de un crecimiento impulsado por la demanda exterior.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ABRIL 2011

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		Consumo hogares		Consumo público		Formac. bruta de capital fijo		FBCF Equipo		FBCF Construcción		FBCF Otros productos		Demanda nacional	
	2011	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	0,8	1,3	0,6	1,6	-1,3	-1,1	-3,2	1,3	1,7	5,0	-6,6	-0,3	--	--	-0,7	1,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	0,9	1,9	0,2	1,2	-0,6	-0,3	-2,9	3,4	0,7	5,5	-5,3	2,3	0,3	4,2	-0,7	1,4
Caja Madrid	0,7	1,5	0,5	1,2	-1,2	0,3	-2,9	2,0	1,6	4,0	-6,7	0,4	0,9	3,1	-0,6	1,2
Catalunyacaixa	0,8	1,6	0,9	1,3	-1,6	-0,4	-1,1	1,9	2,4	4,0	-4,8	0,8	2,5	0,9	-0,1	1,1
Cemex	0,6	--	0,8	--	-2,6	--	-3,6	--	0,5	--	-7,3	--	1,0	--	-0,9	--
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	0,7	1,3	0,6	1,0	-1,0	-0,8	-2,4	1,4	2,5	3,2	-4,9	0,1	-1,2	2,7	-0,4	0,7
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	0,8	1,0	0,9	1,3	-1,1	0,6	-1,7	2,0	4,0	5,1	-5,5	-0,6	2,1	4,8	0,0	1,5
Esade	0,7	--	1,0	--	-1,0	--	-2,0	--	--	--	--	--	--	--	-0,1	--
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	0,8	1,4	0,7	1,3	-1,2	-1,2	-4,5	-0,5	1,3	3,6	-9,3	-4,1	2,4	3,6	-0,6	0,6
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	0,7	--	1,0	--	-1,2	--	-2,9	--	2,6	--	-7,1	--	2,8	--	-0,3	--
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	0,5	--	0,7	--	-1,0	--	-1,9	--	3,0	--	-5,0	--	1,0	--	-0,4	--
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	0,6	1,5	0,9	1,7	-1,2	-0,5	-4,1	1,0	3,4	6,7	-8,4	-1,6	-0,2	1,8	-1,1	1,0
Intermoney	1,1	1,9	0,6	1,2	-1,1	-0,1	-2,8	3,1	3,9	7,1	-7,5	-0,2	2,5	6,4	-0,5	1,3
la Caixa	0,5	1,5	0,9	1,2	-1,7	-0,2	-3,6	1,0	3,0	6,7	-7,5	-2,0	-1,0	1,0	-0,6	0,9
Repsol	0,7	1,3	0,6	0,9	-1,8	-1,3	-4,1	0,4	3,1	4,2	-8,6	-1,9	0,0	1,1	-0,8	0,5
Santander	0,8	1,5	0,8	1,0	-0,4	0,0	-3,7	2,1	3,1	4,6	-7,0	0,5	-2,9	3,8	-0,5	0,9
Solchaga Recio & asociados	1,0	1,8	1,0	1,5	-1,2	-0,6	-3,1	2,3	1,0	5,0	-5,7	-0,5	0,4	4,2	-0,3	1,2
CONSENSO (MEDIA)	0,8	1,5	0,8	1,3	-1,2	-0,4	-3,0	1,6	2,4	5,0	-6,7	-0,5	0,7	3,1	-0,5	1,0
Máximo	1,1	1,9	1,0	1,7	-0,4	0,6	-1,1	3,4	4,0	7,1	-4,8	2,3	2,8	6,4	0,0	1,5
Mínimo	0,5	1,0	0,2	0,9	-2,6	-1,3	-4,5	-0,5	0,5	3,2	-9,3	-4,1	-2,9	0,9	-1,1	0,5
Diferencia 2 meses antes[1]	0,0	--	-0,1	--	-0,1	--	-0,3	--	-0,1	--	-0,6	--	0,1	--	-0,2	--
- Suben[2]	1	--	7	--	1	--	2	--	4	--	2	--	3	--	1	--
- Bajan[2]	3	--	7	--	6	--	7	--	2	--	7	--	2	--	6	--
Diferencia 6 meses antes[1]	0,2	--	0,1	--	-0,1	--	-0,9	--	-1,2	--	-1,6	--	1,5	--	-0,2	--
Pro memoria:																
Gobierno (abril 2011)	1,3	2,3	0,9	1,4	-1,3	-0,8	-1,3	2,7	3,2[3]	5,2[3]	-4,7	0,7	--	--	0,0	1,3
Banco de España (marzo 2011)	0,8	1,5	0,7	1,0	-1,1	-0,9	-3,1	3,6	2,9	6,7	-7,5	1,3	--	--	--	--
CE (febrero 2011)	0,8	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
FMI (abril 2011)	0,8	1,6	1,3	1,4	-1,1	-1,6	-2,7	4,0	--	--	--	--	--	--	-0,1	1,4
OCDE (noviembre 2010)	0,9	1,8	1,7	2,3	-0,8	-1,3	-1,8	2,0	--	--	--	--	--	--	0,4	1,5

[1] Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
[2] Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
[3] Equipo y otros.

Cuadro 1 *(continuación)*

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ABRIL 2011

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y serv.		Producción industrial (IPI)		IPC (media anual)		Costes laborales[3]		Empleo[4]		Paro (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB)[5]		Saldo AA.PP. (% del PIB)	
	2011	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*	*2011*	*2012*
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	7,6	5,0	2,0	3,5	--	--	3,1	1,5	--	--	-0,7	0,4	21,0	20,9	-3,5	-3,6	-6,8	-5,3
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	10,3	9,1	5,4	2,0	0,8	--	1,8	1,9	0,7	2,2	-2,4	-0,3	20,1	20,6	-4,5	-3,1	-9,0	-6,0
Caja Madrid	8,0	5,6	3,0	4,5	1,9	2,6	3,0	1,8	0,8	1,3	-0,5	0,6	20,4	20,0	-3,2	-3,0	-6,3	-4,8
Catalunyacaixa	7,2	6,3	3,7	4,8	--	--	3,2	1,6	--	--	0,0	0,4	20,5	20,4	--	--	--	--
Cemex	5,8	--	0,9	--	2,3	--	3,1	--	--	--	-0,1	--	20,5	--	-3,6	--	-6,0	--
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	7,1	6,8	2,7	4,6	--	--	2,7	1,4	--	--	-0,1	0,8	20,4	20,0	-3,8	-3,7	-6,5	-5,1
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	7,9	4,3	4,2	4,6	1,0	1,9	2,1	2,1	0,4	1,2	-0,1	0,6	20,4	20,1	-3,7	-4,7	-7,7	-7,1
Esade	4,0	--	0,5	--	--	--	1,2	--	--	--	--	--	20,0	--	--	--	--	--
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	7,3	6,6	1,8	3,6	3,6	5,0	3,5	1,7	0,7	1,2	-0,5	0,4	20,7	20,5	-4,2	-4,1	-6,5	-4,9
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	5,2	--	1,3	--	1,4	--	3,3	2,4	1,1	--	-0,3	--	20,4	--	-3,6	--	-6,5	--
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	5,5	--	2,0	--	1,6	--	3,0	--	1,4	--	-0,5	--	20,3	--	-4,0	--	-6,8	--
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	7,8	5,4	1,2	3,2	1,5	3,0	3,3	1,6	--	--	-0,5	0,3	20,8	20,9	-4,0	-3,5	-6,6	-5,1
Intermoney	8,8	7,5	2,5	5,2	--	--	3,3	1,9	1,2	1,6	-0,5	1,1	20,3	19,6	-4,2	-3,5	-6,0	-4,8
La Caixa	9,4	8,5	4,7	6,3	2,2	2,6	2,9	1,7	0,5	1,0	-0,5	0,5	20,4	19,7	-3,7	-3,5	-6,4	-5,2
Repsol	7,9	6,8	2,0	3,6	1,6	3,0	3,3	1,6	1,2	1,1	-0,4	0,7	20,5	20,3	-4,0	-3,6	-6,1	-4,9
Santander	7,0	5,8	2,1	4,0	--	--	3,2	2,6	1,4	1,9	0,0	0,6	20,0	19,4	-3,7	-3,5	-6,1	-4,8
Solchaga Recio & asociados	7,5	6,8	2,1	3,8	--	--	2,2	1,5	--	--	0,0	0,9	20,3	18,5	-3,7	-3,1	-6,0	-4,5
CONSENSO (MEDIA)	7,2	6,3	2,3	4,3	1,9	3,0	2,8	1,8	1,1	1,5	-0,3	0,6	20,4	20,0	-3,7	-3,5	-6,4	-5,1
Máximo	9,4	8,5	4,7	6,3	3,6	5,0	3,5	2,6	2,2	2,6	0,0	1,1	21,0	20,9	-3,1	-2,8	-6,0	-4,5
Mínimo	4,0	4,3	0,5	3,2	1,0	1,9	1,2	1,3	0,4	1,0	-0,7	0,3	20,0	18,5	-4,2	-4,7	-7,7	-7,1
Diferencia 2 meses antes[1]	0,6	--	0,0	--	0,0	--	0,5	--	0,1	--	-0,1	--	0,1	--	-0,1	--	0,0	--
- Suben[2]	5	--	3	--	3	--	14	--	2	--	1	--	8	--	1	--	1	--
- Bajan[2]	1	--	2	--	2	--	1	--	2	--	4	--	0	--	5	--	2	--
Diferencia 6 meses antes[1]	1,8	--	0,2	--	0,0	--	1,4	--	-0,1	--	0,0	--	0,4	--	0,1	--	0,5	--
Pro memoria:																		
Gobierno (abril 2011)	8,3	7,9	3,0	4,1	--	--	--	--	0,5	1,4	0,2	1,4	19,8	18,5	-3,4[7]	-2,7[7]	-6,0	-4,4
Banco de España (marzo 2011)	8,0	6,1	2,7	4,9	--	--	2,9[6]	1,5[6]	1,1	1,5	-0,6	1,0	20,7	20,4	-3,7[7]	-3,7[7]	-6,2	-5,2
CE (febrero 2011)	--	--	--	--	--	--	2,4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
FMI (enero 2011)	6,7	4,6	3,0	3,5	--	--	2,6	1,5	--	--	0,3	1,0	19,4	18,2	-4,8	-4,5	-6,2	-5,6
OCDE (noviembre 2010)	8,1	10,4	5,8	8,7	--	--	0,9	0,3	--	--	--	--	19,1	17,4	-5,2	-4,9	-6,3	-4,4

[1] Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
[2] Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
[3] Remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.
[4] En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
[5] Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.
[6] Deflactor del consumo privado.
[7] Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

PREVISIONES TRIMESTRALES - ABRIL 2011[(1)]

Variación intertrimestral en porcentaje

	11-I T	11-II T	11-III T	11-IV T	12-I T	12-II T	12-III T	12-IV T
PIB[(2)]	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Consumo hogares[(2)]	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4

(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.
(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

Cuadro 3

PREVISIONES IPC - ABRIL 2011[(1)]

Variación mensual en %				Variación interanual en %	
feb-11	*mar-11*	*abr-11*	*may-11*	*dic-10*	*dic-11*
0,1	0,6	1,0	0,1	2,1	1,5

(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Gráfico 1

PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL (VALORES DE CONSENSO)

Variación anual en porcentaje

Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

Cuadro 4

OPINIONES - ABRIL 2011

Número de respuestas

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	*Neutro*	*Desfavorable*	*A mejor*	*Igual*	*A peor*
Contexto internacional: UE	8	8	1	5	10	2
Contexto internacional: No-UE	13	2	2	4	11	2
	Bajo(1)	*Normal*(1)	*Alto*(1)	*A aumentar*	*Estable*	*A disminuir*
Tipo interés a corto plazo(2)	5	12	0	14	3	0
Tipo interés a largo plazo(3)	1	5	11	6	8	3
	Apreciado(4)	*Normal*(4)	*Depreciado*(4)	*Apreciación*	*Estable*	*Depreciación*
Tipo cambio euro/dólar	14	2	1	6	7	4
	Está siendo			Debería ser		
	Restrictiva	*Neutra*	*Expansiva*	*Restrictiva*	*Neutra*	*Expansiva*
Valoración política fiscal(1)	16	0	1	15	1	1
Valoración política monetaria(1)	1	1	15	0	2	15

(1) En relación a la situación coyuntural de la economía española.
(2) Euríbor a tres meses.
(3) Rendimiento deuda pública española a 10 años.
(4) En relación al tipo teórico de equilibrio.

Pese a esos buenos resultados, la previsión de crecimiento anual en 2011 para el índice de producción industrial se ha mantenido en el 1,9 por 100, y para 2012 se espera un 3 por 100.

Nueva revisión al alza de la previsión de inflación

La tasa de inflación ha mantenido la trayectoria alcista en los primeros meses de 2011, colocándose en el 3,6 por 100 en marzo. El elevado nivel en el que se sitúa obedece a diversos efectos escalón generados en los últimos meses, por las subidas de los precios del petróleo, de la electricidad y de los impuestos sobre el tabaco, y por la trayectoria ascendente tanto del precio del petróleo como de los alimentos. La tasa subyacente excluyendo todos los alimentos también aumenta, aunque se mantiene en un nivel muy reducido, un 1,3 por 100 en marzo. Las tensiones inflacionistas estructurales siguen siendo, por tanto, muy reducidas. La tasa media de inflación esperada por el consenso de los panelistas para este año es del 2,8 por 100, cinco décimas más que en Panel de febrero. Para 2012 se prevé un 1,8 por 100.

En el cuadro 3 se pueden observar las tasas intermensuales previstas para los próximos meses, así como la interanual esperada para diciembre de este año, un 2,1 por 100, cuatro décimas porcentuales más que en el Panel anterior. Para diciembre de 2012 se espera una tasa interanual del 1,5 por 100.

Las perspectivas para el empleo siguen siendo negativas

Todos los panelistas esperan un crecimiento anual del empleo nulo o negativo en 2011. La tasa de variación de consenso se sitúa en el –0,3 por 100. Para 2012, sin embargo, todos esperan tasas de crecimiento positivas, con una cifra de consenso del 0,6 por 100.

A partir de las estimaciones de crecimiento del PIB, del empleo y de las remuneraciones salariales, obtenemos la previsión implícita de consenso de crecimiento de la productividad y de los costes laborales unitarios: la primera crecerá un 1,1 por 100 este año y un 0,9 por 100

el próximo, mientras que los CLU experimentarán una variación nula y del 0,6 por 100, respectivamente, en 2011 y 2012.

En cuanto a la tasa de paro, se ha modificado al alza la cifra prevista para 2011, hasta un 20,5 por 100. La reducción de la misma en 2012 será mínima, hasta un 20,1 por 100, según el resultado de consenso.

Se frena la corrección del déficit exterior

En enero se mantenían las tendencias observadas en la segunda mitad de 2012 en cuanto al sector exterior: reducción del déficit comercial no energético, que se contrarresta con el incremento de la factura energética, con lo que el déficit total sigue creciendo. Pese a la mejora de otras partidas, como el saldo de servicios y de transferencias corrientes, esto supone un empeoramiento del déficit por cuenta corriente, así como de las necesidades de financiación en el arranque del año.

El consenso de panelistas estima que el saldo se situará este año en un –3,7 por 100 del PIB. Para 2011 la perspectiva es un saldo del –3,5 por 100 del PIB, solo dos décimas mejor.

Sin cambios en la previsión de déficit del Estado

La racha descendente del déficit del Estado parece haberse frenado en los últimos meses, debido a un cambio de signo en la evolución del gasto. No obstante, en comparación con las cifras de hace un año, el déficit ha caído en torno al 50 por 100.

No hay cambios en la previsión media o de consenso con respecto al déficit de las AA.PP., que se sigue estimando que este año se situará en el 6,4 por 100, reduciéndose al 5,1 por 100 el próximo.

Mejora la percepción sobre la situación exterior

En los dos últimos Paneles se ha producido un verdadero vuelco en la valoración de la situación exterior. Son ya muy pocas las opiniones de que es desfavorable. La recuperación de la economía mundial parece que gana consistencia, y el clima es de mayor optimismo y menor incertidumbre que en los meses finales de 2010. Tanto Estados Unidos como Europa crecieron en el conjunto del pasado ejercicio a un ritmo cercano a su tasa tendencial, y los indicadores relativos a los primeros meses de 2011 apuntan a una consolidación de esta tendencia. Los panelistas piensan, por otra parte, que el contexto exterior va a mantener el mismo tono a lo largo de los próximos seis meses.

Los tipos de interés de la deuda pública comienzan a ser demasiado elevados

A comienzos de marzo se produjo una aceleración muy notable en el ritmo de ascenso de los tipos de interés a corto plazo en la zona euro, como consecuencia del anuncio del BCE de que se aproximaba una elevación del tipo de interés de referencia de la política monetaria para mucho antes de lo que los mercados estaban descontando. El BCE cumplió lo prometido y endureció los tipos a comienzos de abril, y además, los mercados asumen que no se trata de una subida puntual, sino del inicio de una serie continua de subidas.

Pese a ello, ninguno de los encuestados opina que el nivel que han alcanzado es alto para las condiciones de nuestra economía. Se sigue considerando mayoritariamente que es el nivel adecuado, aunque sí se ha producido un cambio en las perspectivas de cara a los próximos meses: si antes se estimaba que se iban a mantener estables, ahora se piensa que van a seguir aumentando. Nadie espera que se reduzcan.

En cuanto a los tipos a largo, representados por el rendimiento de la deuda pública española a diez años, recientemente se ha producido una reducción de la prima de riesgo, que se ha estabilizado por debajo de los 180 puntos básicos, lo que ha dado lugar a un ligero descenso de la rentabilidad. En cualquier caso se sigue pensando que su nivel es elevado, y que se va a mantener estable en los próximos meses.

El euro está apreciado

Si en el anterior Panel ya se estimaba que el euro está apreciado, en el actual, tras el aumento en su cotización derivado de las perspectivas de un mayor diferencial de intereses con

respecto a otras divisas, la opinión es aún más mayoritaria. Se espera, no obstante, que el tipo de cambio se mantenga estable en los próximos meses.

La política fiscal debe ser restrictiva

No hay cambios en la opinión con respecto a la política fiscal, que se sigue valorando como restrictiva, y al igual que ha venido sucediendo desde el Panel de junio del pasado año, se considera que esa orientación es la adecuada.

También se sigue considerando que la política monetaria es expansiva pese a la subida de tipos, y que esa es la orientación que debe mantenerse.

Previsiones de inflación*

Los precios registraron en marzo un ascenso mensual del 0,7 por 100, lo que ha dejado la tasa interanual de **inflación** en el mismo nivel que el mes anterior, un **3,6 por 100**. La tasa de inflación **armonizada** ha descendido una décima porcentual, hasta el **3,3 por 100**, reduciéndose el diferencial con la media de la zona euro hasta 0,7 puntos porcentuales, tres décimas menos que en febrero. La tasa del índice **subyacente** se ha recortado en una décima porcentual, hasta el **1,7 por 100**. Lo mismo ha sucedido con el **núcleo inflacionista** (índice que excluye todos los alimentos y los productos energéticos), cuya tasa interanual se ha situado en el **1,3 por 100**.

El resultado del índice general ha sido una décima superior a lo previsto, como consecuencia de las desviaciones por encima de lo esperado registradas en los componentes más volátiles (alimentos no elaborados y productos energéticos), mientras que la inflación subyacente ha sido una décima inferior a la previsión.

Los **alimentos elaborados** han elevado su tasa de inflación en tres décimas porcentuales hasta el 3,7 por 100. Prosigue la escalada en productos como mantequilla y margarina, azúcar y café. También ha aumentado la tasa de inflación de aceites y grasas, mientras que la del tabaco se ha situado en un 19,5 por 100. La evolución de este grupo refleja el ascenso de los precios de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales así como el incremento del precio del tabaco.

Los otros dos grupos que integran el índice subyacente, **bienes industriales no energéticos** (BINE) y **servicios**, han presentado ligeros descensos en sus tasas de inflación, el primero de ellos hasta el 0,7 por 100, y el segundo hasta el 1,7 por 100. Dentro de este último, ha bajado la tasa de inflación en la mayoría de los transportes y en los viajes organizados, ha subido en hoteles y alojamientos y se ha mantenido constante en restaurantes, bares y cafeterías.

En cuanto a los grupos más volátiles, la tasa de inflación de los **alimentos no elaborados** ha prolongado en marzo su tendencia alcista hasta situarse en el 3,1 por 100. Destacan las subidas recogidas en la mayoría de las carnes. También aumenta la inflación en las frutas frescas y el pescado fresco.

Los **productos energéticos** han registrado en marzo una tasa de inflación del 18,9 por 100, una décima menos que en el mes anterior a pesar del fuerte incremento mensual de los precios, que ascendió al 2,4 por 100, lo que se explica porque en el mismo mes del pasado año la subida mensual fue incluso superior. Los precios de los carburantes y combustibles se encarecieron un 4 por 100 mensual, y un 21,1 por 100 interanual.

La elevada tasa de inflación se explica fundamentalmente por el impacto de las subidas de las cotizaciones de las materias primas energéticas y agrícolas sobre los grupos más directamente afectados por las mismas, es decir, productos energéticos y alimentos, tanto elaborados como no elaborados, así como por los efectos escalón derivados de los aumentos de impuestos indirectos. Los demás grupos, los que no resultan afectados de forma directa por las subidas de precios en los mercados internacionales (BINEs y servicios), presentan tasas de inflación reducidas, pese a recoger el efecto escalón de la subida del IVA. Incluso, en el último mes, las tasas de inflación de estos componentes se han reducido ligeramente. Esto pone de manifiesto

* IPC marzo 2011 – previsiones hasta diciembre 2011 (12 de abril de 2011).

Cuadro 1

IPC MARZO 2011: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

	Febrero 2011 Observado	Marzo 2011		
		Observado	*Previsión*	*Desviación*
1. IPC total	3,6	3,6	3,5	0,1
1.2. Inflación subyacente	1,8	1,7	1,8	-0,1
1.2.1 Alimentos elaborados	3,4	3,7	3,6	0,1
1.2.2 BINE	0,8	0,7	0,8	-0,1
1.2.3 Servicios	1,8	1,7	1,7	0,0
1.3. Alimentos sin elaboración	2,9	3,1	2,5	0,6
1.4. Productos energéticos	19,0	18,9	18,0	0,9

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones)

dos cosas: en primer lugar, que el traslado del encarecimiento de la energía a lo largo de la cadena productiva hacia estos grupos, hasta el momento, ha sido prácticamente nulo, y, en segundo lugar, que las presiones alcistas sobre los precios procedentes de la demanda siguen siendo inexistentes.

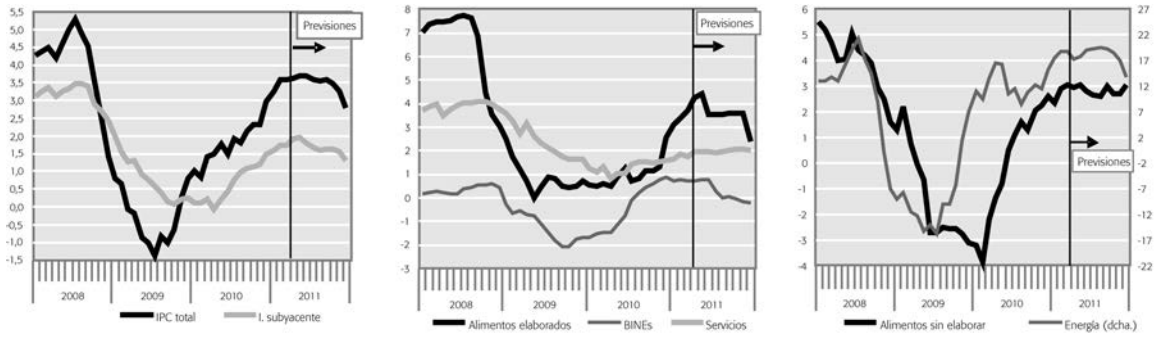
El ajuste de las previsiones de inflación al nivel de precios más reciente del petróleo conduce a una nueva revisión al alza de las mismas. En un escenario central de mantenimiento del precio del crudo en los niveles de las últimas semanas, la tasa de inflación se moverá entre el 3,6 por 100-3,7 por 100 hasta después del verano. A partir de entonces comenzará a moderarse, cerrando el año con una tasa interanual del 2,8 por 100 (cinco décimas más que en las anteriores previsiones), y una tasa media anual del 3,5 por 100 (tres décimas superior a las previsiones anteriores).

En un escenario alternativo de continuación de la subida del precio del crudo, la tasa interanual de diciembre se situaría en el 3,6 por 100, y en un escenario de movimiento a la baja en el precio del petróleo, la tasa interanual de diciembre sería del 1,9 por 100.

Gráfico 1

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Variación interanual en porcentaje. Previsiones a partir de ABRIL 2011, escenario central



Fuentes: INE y previsiones de FUNCAS.

Cuadro 2.- PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

Fecha de actualización: 12-04-2011 — Último dato observado: MARZO 2011

Año	Mes	1. IPC total (a)		1.1. IPC subyacente (a)		1.1.1. Alimentos elaborados		1.1.2. B. Indust. no energét.		1.1.3. Servicios totales		1.2. Alimentos no elaborados		1.3. Ptos. energéticos (*)	
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual
2008	Diciembre	-0,5	1,4	0,0	2,4	-0,1	3,0	-0,5	0,4	0,3	3,8	0,6	1,6	-5,8	-7,2
	Media anual	--	**4,1**	--	**3,2**	--	**6,5**	--	**0,3**	--	**3,9**	--	**4,0**	--	**11,9**
2009	Diciembre	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,7	-0,4	-1,7	0,3	1,6	0,2	-3,1	-0,6	7,5
	Media anual	--	**-0,3**	--	**0,8**	--	**0,9**	--	**-1,3**	--	**2,4**	--	**-1,3**	--	**-9,0**
2010	Enero	-1,0	1,0	-1,6	0,1	0,1	0,5	-4,4	-1,7	-0,1	1,2	0,2	-3,2	2,8	11,4
	Febrero	-0,2	0,8	-0,1	0,1	0,0	0,5	-0,4	-1,5	0,1	1,1	-1,4	-3,8	0,0	9,9
	Marzo	0,7	1,4	0,5	0,2	-0,1	0,6	1,1	-1,5	0,5	1,3	0,4	-2,2	2,5	13,9
	Abril	1,1	1,5	0,9	-0,1	-0,4	0,5	2,7	-1,5	0,1	0,8	0,5	-1,3	2,7	16,7
	Mayo	0,2	1,8	0,2	0,2	0,0	0,9	0,6	-1,1	-0,1	1,0	0,0	-0,8	0,7	16,4
	Junio	0,2	1,5	0,2	0,4	1,0	1,2	-0,2	-0,8	0,3	1,0	0,5	0,5	-0,5	10,9
	Julio	-0,4	1,9	-0,7	0,8	0,1	0,7	-3,3	-0,1	0,8	1,4	0,6	1,1	1,1	11,8
	Agosto	0,3	1,8	0,3	1,0	0,2	0,8	-0,2	0,2	0,6	1,5	0,7	1,6	-0,1	8,9
	Septiembre	0,1	2,1	0,0	1,1	0,1	1,1	1,1	0,4	-0,7	1,5	0,1	1,3	0,2	11,1
	Octubre	0,9	2,3	0,9	1,1	0,1	1,1	2,9	0,6	-0,2	1,5	0,3	2,1	1,3	12,6
	Noviembre	0,5	2,3	0,5	1,2	0,2	1,3	1,5	0,8	-0,2	1,5	0,1	2,2	1,2	11,7
	Diciembre	0,6	3,0	0,3	1,5	1,4	2,6	-0,3	0,9	0,4	1,6	0,6	2,6	2,8	15,6
	Media anual	--	**1,8**	--	**0,6**	--	**1,0**	--	**-0,5**	--	**1,3**	--	**0,0**	--	**12,5**
2011	Enero	-0,7	3,3	-1,5	1,6	0,6	3,1	-4,6	0,7	0,0	1,6	0,0	2,3	4,6	17,6
	Febrero	0,1	3,6	0,1	1,8	0,2	3,4	-0,4	0,8	0,3	1,8	-0,9	2,9	1,2	19,0
	Marzo	0,7	3,6	0,5	1,7	0,2	3,7	1,0	0,7	0,3	1,7	0,5	3,1	2,4	18,9
	Abril	1,1	3,6	1,1	1,9	0,1	4,2	2,7	0,7	0,3	2,0	0,4	2,9	1,5	17,5
	Mayo	0,3	3,7	0,2	2,0	0,1	4,4	0,7	0,7	-0,1	2,0	0,1	3,0	1,1	18,0
	Junio	0,2	3,7	0,1	1,8	0,1	3,5	-0,1	0,8	0,3	2,0	0,3	2,8	0,5	19,3
	Julio	-0,6	3,6	-0,9	1,7	0,1	3,5	-3,8	0,3	0,7	1,9	0,4	2,7	1,3	19,5
	Agosto	0,2	3,6	0,2	1,6	0,2	3,6	-0,4	0,0	0,7	2,0	0,7	2,6	0,0	19,8
	Septiembre	0,1	3,6	0,1	1,6	0,1	3,6	1,1	0,1	-0,6	2,0	0,4	3,0	0,0	19,5
	Octubre	0,8	3,5	0,9	1,6	0,1	3,6	2,8	0,0	-0,1	2,1	0,0	2,7	0,7	18,7
	Noviembre	0,4	3,3	0,4	1,6	0,2	3,6	1,4	-0,2	-0,2	2,1	0,2	2,7	0,0	17,3
	Diciembre	0,1	2,8	0,1	1,3	0,2	2,4	-0,3	-0,2	0,3	2,0	0,9	3,0	0,0	14,1
	Media anual	--	**3,5**	--	**1,7**	--	**3,5**	--	**0,4**	--	**1,9**	--	**2,8**	--	**18,3**

Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones corresponden a un escenario central en el que tanto el precio del petróleo Brent como el tipo de cambio euro/dólar se mantienen estables entorno a las cotizaciones medias de los 15 días anteriores al de la previsión

(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.

Fuentes: INE y FUNCAS.

Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa et al. (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda que muestran los distintos sectores. Así pues, el IPC total se desglosa en los siguientes componentes básicos: alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos, servicios, alimentos no elaborados y energía.

La agregación de los tres primeros componentes —que muestran una evolución más suave— da lugar al **IPC subyacente**, de tal forma que la agregación de los dos restantes componentes, que muestran una evolución más errática, da lugar al **IPC residual**.

Para cada uno de los cinco componentes básicos se elabora un modelo ARIMA o un modelo de indicador adelantado específico con el que se realizan las predicciones. Una vez obtenida la predicción para cada uno de los cinco componentes se elaboran las predicciones para el IPC total, subyacente y residual mediante la agregación ponderada de las predicciones de sus respectivos componentes.

De este modo, el **IPC subyacente** sería la media ponderada del IPC de alimentos elaborados, de servicios y de bienes industriales no energéticos. Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente, de alimentos no elaborados y de energía, de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE.

Bibliografía

Espasa, A., Matea, M. L., Manzano, M. C. & Catasus, V. (1987), "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología", *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, 32-51.

Espasa A. & Albacete R. (2004). "Consideraciones sobre la predicción económica: metodología desarrollada en el Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico". Publicado en el libro *Estudios en Homenaje a Luis Ángel Rojo, Volumen I, Políticas, Mercados e Instituciones Económicas,* editado por José Pérez, Carlos Sebastián y Pedro Tedde. Editorial Complutense, S.A., diciembre 2004.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. RESUMEN

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 14-04-11

Indicador	2008	2009	2010(2)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS (1) 2011	2012
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario)	0,9	-3,7	-0,1	0,2	0,6	IV T.10	0,8	1,4
- Demanda nacional (3)	-0,5	-6,4	-1,2	-0,7	-0,6	IV T.10	-0,6	0,6
- Saldo exterior (3)	3,0	2,7	1,0	0,9	1,2	IV T.10	1,4	0,8
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros)	1088,5	1053,9	1062,6	266,4	267,9	IV T.10	1082,8	1110,1
2.- IPI (filtrado calendario)	-7,3	-15,8	0,8	2,9	3,6	feb-11	1,6	3,3
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	-0,6	-6,6	-2,4	-1,6	-1,4	IV T.10	-0,5	0,4
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	11,4	18,0	20,2	20,2	20,5	IV T.10	20,7	20,5
5.- IPC - Total	4,1	-0,3	1,8	3,6	3,6	mar-11	3,2	1,5
5.b.- IPC - Inflación subyacente	3,2	0,8	0,6	1,8	1,7	mar-11	1,7	1,3
6.- Deflactor del PIB	2,5	0,6	1,0	1,3	1,4	IV T.10	1,1	1,1
7. Coste laboral por unidad producida	4,6	1,0	-1,5	-1,9	-2,3	IV T.10	-0,6	0,2
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:								
- millones euros, media mensual	-8701,0	-4540,1	-3990,9	-2505,0	-6575,6	ene-11	-3820,8	-3703,3
- % del PIB	-9,6	-5,2	-4,5	-3,6	-3,3	IV T.10	-4,2	-4,0
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	-4,06	-11,13	-9,2	-10,1	-9,2	IV T.10	-6,3	-4,5
10.- Euríbor a tres meses (%) (2)	4,63	1,23	0,81	1,09	1,18	mar-11	1,2	2,1
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) (2)	4,36	3,97	4,25	5,26	5,28	mar-11	4,1	4,0
12.- Tipo de cambio: dólares por euro (2)	1,471	1,393	1,327	1,365	1,400	mar-11	1,335	1,298
- % variación interanual	7,3	-5,3	-4,8	-0,3	3,2	mar-11	0,6	-2,8
13. Financiación a empresas y familias (4)	-11,3	-8,7	-22,6	-19,9	-32,6	feb-11	--	--
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4)	976,0	1111,3	1079,0	1111,3	1079,0	mar-11	--	--

(1) Medias del periodo.
(2) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e Índice de Bolsa de Madrid (dato del último día de cada periodo). El déficit público es la previsión del gobierno para todo el año.
(3) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.
(4) Datos de fin de periodo.
Fuentes: MH, MTAS, INE y Banco de España.

** La página web de FUNCAS (http://www.funcas.es) incluye actualizados "Los 100 principales indicadores coyunturales de la economía española".*

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM

Fecha de actualización: 14-04-11

		2007	2008	2009	2010 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre	
A. CONVERGENCIA NOMINAL								
1. Inflación	España	2,3	4,1	-0,2	1,8	2,5	3,3	mar-11
(IPCA, % var. anual)	UEM	2,1	3,3	0,3	1,6	2,0	2,6	mar-11
	UE-27	2,4	3,7	1,0	2,1	2,3	2,8	feb-11
	3 mejores UE	1,3	2,5	-0,9	-0,7	0,0	1,3	feb-11
2. CLU, total economía	España	4,0	4,9	1,0	-1,5	-1,5	-2,3	IV T.10
(% var. anual)	UEM	1,5	3,6	4,0	-0,5	-0,5	0,5	IV T.10
	UE-27	2,2	3,8	4,3	-0,2	-0,2	0,3	IV T.10
3. Déficit público	España	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-9,2	--	IV T.10
(% PIB)	UEM	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3 (1)	-5,9	--	III T.10
	UE-27	-0,9	-2,3	-6,8	-6,8 (1)	-6,1	--	III T.10
4. Deuda pública	España	36,1	39,8	53,3	60,1	60,1	--	IV T.10
(% PIB)	UEM	66,0	69,7	79,1	84,1 (1)	82,7	--	III T.10
	UE-27	58,8	61,8	74,0	79,1 (1)	77,7	--	III T.10
5. Tipos deuda 10 años	España	4,3	4,4	4,0	4,3	4,6	5,3	mar-11
(%)	UEM	4,3	4,4	4,0	3,8	3,9	4,5	mar-11
	UE-15	4,4	4,3	3,8	3,5	3,6	4,1	feb-11
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB	España	3,6	0,9	-3,7	-0,1	-0,1	0,6	IV T.10
(% var. anual)	UEM	2,9	0,4	-4,0	1,7	1,7	2,0	IV T.10
	UE-27	3,0	0,5	-4,2	1,7	1,8	2,2	IV T.10
7. PIB per cápita	España	104,8	103,2	103,4	--	--	--	--
(PPA, UE-27=100)	UEM	110,0	109,2	108,9	--	--	--	--
8. Crecimiento del empleo	España	2,8	-0,5	-6,6	-3,5	-3,5	-1,4	IVT.10
(% var. anual)	UEM	1,8	0,8	-1,8	-0,5	-0,5	0,2	IVT.10
	UE-27	1,8	0,9	-1,8	-0,5	-0,5	0,2	IVT.10
9. Tasa de paro	España	8,3	11,3	18,0	20,1	20,3	20,5	feb-11
(% poblac. activa)	UEM	7,5	7,5	9,5	10,0	10,0	9,9	feb-11
	UE-27	7,2	7,0	8,9	9,6	9,6	9,5	feb-11
10. Tasa de ocupación	España	65,6	64,3	59,8	--	--	--	--
(% poblac. 15-64 años)	UEM	65,7	66,1	64,7	--	--	--	--
	UE-27	65,4	65,9	64,6	--	--	--	--

(1) Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2010).
Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, BCE, OCDE, BE e INE.

Criterios de convergencia del Tratado de Maastricht:

Inflación: La media de los doce últimos meses no debe superar en 1,5 puntos la de los tres países con menor inflación.
Déficit público: No superar el 3% del PIB.
Deuda pública: No superar el 60% del PIB.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.es

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (I)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 14-04-11

	1.-PIB (c.v.e. y calendario laboral)							2.-Demanda interna (c.v.e., aportac. al crec. PIB)						
	Media 1983-2010	2009	2010 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2010 (2)	Media 1983-2010	2009	2010 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2010 (2)
Alemania	1,9	-4,7	3,5	3,9	4,0	IV T.10	3,5	1,7	-1,5	2,3	2,3	3,4	IV T.10	2,3
Francia	1,9	-2,5	1,5	1,7	1,5	IV T.10	1,5	1,9	-2,4	1,1	2,4	0,9	IV T.10	1,1
Italia	1,5	-5,1	1,2	1,4	1,5	IV T.10	1,1	1,6	-4,0	1,8	2,3	2,5	IV T.10	1,8
Reino Unido	2,4	-4,9	1,3	2,5	1,5	IV T.10	1,2	2,7	-5,7	2,3	3,5	2,8	IV T.10	2,2
España	2,8	-3,7	-0,1	0,2	0,6	IV T.10	-0,1	3,1	-6,4	-1,2	-0,7	-0,6	IV T.10	-1,2
UEM	2,0	-4,0	1,7	1,9	2,0	IV T.10	1,7	1,9	-3,3	0,9	1,3	1,5	IV T.10	0,8
UE-27	2,1	-4,2	1,8	2,2	2,2	IV T.10	1,7	2,1	-4,1	1,3	1,9	2,0	IV T.10	1,2
EE.UU.	3,0	-2,6	2,9	3,2	2,8	IV T.10	2,8	3,1	-3,7	3,3	4,1	3,3	IV T.10	3,3
Japón	2,1	-6,3	4,0	4,7	2,5	IV T.10	4,0	1,9	-4,1	1,8	2,9	1,7	IV T.10	1,8
Notas y Fuentes:	*(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), otoño 2010. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.*													

	3.- Producción industrial (corregido calendario)							4.-Precios de consumo						
	Media 1983-2010	2009	2010	2011 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Media 1983-2010	2010	2011 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2010 (2)
Alemania	1,9	-16,3	10,8	12,4	11,4	13,4	feb-11	1,9	1,2	2,1	2,2	2,2	mar-11	1,2
Francia	0,8	-12,5	5,9	5,5	5,0	6,0	feb-11	2,7	1,7	2,0	1,8	2,2	mar-11	1,7
Italia	0,6	-18,8	6,4	1,4	0,4	2,3	feb-11	4,4	1,6	2,2	2,1	2,6	mar-11	1,6
Reino Unido	0,7	-10,0	2,6	3,7	5,2	2,3	feb-11	3,2	3,3	4,1	4,3	4,1	mar-11	3,3
España	1,0	-15,8	0,8	3,3	2,9	3,6	feb-11	4,7	2,0	3,2	3,4	3,3	mar-11	2,0
UEM	1,5	-14,7	7,5	6,8	6,3	7,3	feb-11	3,0	1,6	2,5	2,4	2,6	mar-11	1,6
UE-27	1,4	-13,7	7,0	6,8	6,6	7,0	feb-11	3,7	2,1	2,8	2,8	2,8	feb-11	2,1
EE.UU.	2,4	-9,8	5,3	5,9	6,0	5,8	feb-11	3,0	1,6	1,9	1,6	2,1	feb-11	1,6
Japón	1,5	-21,8	16,0	2,3	1,8	2,9	feb-11	0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	feb-11	-0,7
Notas y Fuentes:	*(1) Media del periodo disponible. Fuente: Eurostat .*							*(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2010. Eurostat (IAPC) y MEH.*						

	5.- Empleo (Cont. Nac.)							6.- Tasa de paro (% poblac. activa)						
	Media 1983-2009	2009	2010 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2010 (2)	Media 1983-2010	2009	2010 (1)	Penúlt. dato	Último dato		Prev. 2010 (2)
Alemania	0,7	-0,1	0,5	0,8	1,0	IV T.10	0,3	7,7	7,5	6,9	6,5	6,3	feb-11	6,8
Francia	0,5	-2,5	0,1	0,6	0,8	IV T.10	0,0	9,5	9,5	9,8	9,6	9,6	feb-11	9,7
Italia	0,6	-1,5	-0,8	-0,1	0,3	IV T.10	-0,5	9,0	7,8	8,4	8,5	8,4	feb-11	8,5
Reino Unido	0,7	-1,6	0,2	1,0	0,8	IV T.10	-0,1	7,6	7,6	7,8	7,8	7,9	dic-10	7,8
España	1,7	-6,6	-2,4	-1,6	-1,4	IV T.10	-2,7	14,3	18,0	20,1	20,4	20,5	feb-11	20,1
UEM	0,8	-1,8	-0,5	-0,1	0,2	IVT.10	-0,6	9,0	9,5	10,0	10,0	9,9	feb-11	10,0
UE-27	0,6	-1,8	-0,5	-0,1	0,2	IVT.10	-0,8	8,8	8,9	9,6	9,6	9,5	feb-11	9,6
EE.UU.	1,3	-3,8	-0,6	0,5	0,6	IT.10	-0,9	6,1	9,3	9,6	9,0	8,9	feb-11	9,6
Japón	0,2	-1,6	-0,4	0,0	0,1	IV T.10	-0,6	3,6	5,1	5,1	4,9	4,6	feb-11	5,1
Notas y Fuentes:	*(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2010. Comisión Europea e Institutos de Estadística de losp aíses.*							*(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2010. Eurostat (tasas normalizadas y desestacionalizadas).*						

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.es

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (II)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 15-04-11

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 1983-2009	2008	2009	Prev. 2010 (1)	Media 1983-2009	2008	2009	Prev. 2010 (1)	Media 1983-2009	2008	2009	Prev. 2010 (1)
Alemania	-2,1	0,1	-3,0	-3,7	53,3	66,3	73,4	75,7	2,1	6,7	5,0	4,8
Francia	-3,3	-3,3	-7,5	-7,7	50,2	67,5	78,1	83,0	-0,6	-2,7	-2,9	-3,3
Italia	-6,8	-2,7	-5,3	-5,0	102,8	106,3	116,0	118,9	-0,3	-3,1	-3,2	-3,2
Reino Unido	-3,0	-5,0	-11,4	-10,5	45,2	52,1	68,2	77,8	-1,8	-1,6	-1,3	-2,2
España	-3,3	-4,2	-11,1	-9,3	49,3	39,8	53,3	60,1	-3,1	-9,6	-5,5	-4,8
UEM	-3,5	-2,0	-6,3	-6,3	64,1	69,7	79,1	84,1	0,2	-0,8	-0,7	-0,5
UE-27	-3,3	-2,3	-6,8	-6,8	60,1	61,8	74,0	79,1	-0,2	-1,0	-0,6	-0,5
EE.UU.	-3,6	-6,2	-11,2	-11,3	63,7	71,5	84,7	92,2	-2,9	-4,7	-2,7	-3,4
Japón	-3,6	-2,1	-6,3	-6,5	117,2	194,7	188,9	192,3	2,9	3,2	3,5	3,8
Notas y Fuentes:	*(1) Previsiones Comisión Europea, otoño 2010. Eurostat, Comisión Europea y FMI.*											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 1983-2010	Media 2010	Media 2011	Ene 2010	Feb 2011	Mar 2011	Media 1983-2010	Media 2010	Media 2011	Ene 2010	Feb 2011	Mar 2011
Alemania	4,52	0,67	1,03	0,93	0,99	1,07	5,70	2,78	0,12	3,05	3,23	3,24
Francia	6,11	0,81	0,53	--	--	--	6,76	3,12	3,61	3,44	3,60	3,61
Italia	7,52	0,81	0,00	--	--	--	8,66	4,03	4,81	4,73	4,74	4,88
Reino Unido	7,28	0,57	0,35	0,70	0,70	0,71	7,28	3,56	3,75	3,63	3,82	3,67
España	8,03	0,86	0,89	1,03	1,08	1,17	8,51	4,25	5,27	5,38	5,26	5,28
UEM	6,28	0,81	1,13	1,02	1,09	1,18	7,15	3,79	4,48	3,94	4,48	4,49
UE-15	6,44	0,78	1,11	0,99	1,05	1,13	7,17	3,52	2,07	4,02	4,13	--
EE.UU.	5,19	0,40	0,70	0,37	0,27	0,34	6,55	3,23	3,52	3,41	3,59	3,44
Japón	2,45	0,11	0,11	0,12	0,12	0,11	3,44	1,18	1,27	1,21	1,29	1,25
Notas y Fuentes:	*(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.*						*(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.*					

12.- Bolsas de valores					13.- Tipos de cambio					
	Fin de periodo			% var.		Media de datos diarios				% var.
	2010	Feb 2011	Mar 2011	anual últ. dato		1983-2010	2010	Feb 2011	Mar 2011	anual últ. dato
NYSE (Dow Jones)	11577,5	12226,34	12319,73	13,5	$ por 1 euro	1,148	1,327	1,365	1,400	3,2
Tokio (Nikkei)	10228,9	10624,09	9755,10	-12,0	¥ por 1 euro	145,8	116,4	112,8	114,4	-7,0
Londres (FT-SE 100)	5971,0	5994,01	5908,76	4,0	¥ por 1 dólar	131,7	87,8	82,6	81,7	-9,9
Francfort (Dax-Xetra)	6914,2	7272,32	7041,31	14,4	Tipo efec. euro (1)	100,1	104,8	103,4	105,2	-2,1
París (CAC 40)	3850,8	4110,35	3989,18	0,4	Tipo efec. $ (1)	93,4	79,1	75,6	74,4	-5,7
Madrid (Ibex 35)	9859,1	10850,80	10576,50	-2,7	Tipo efec. ¥ (1)	102,6	120,7	125,1	125,2	8,0
Notas y Fuentes:	*Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".*				*(1) Tipo medio frente países desarrollados, 1999 = 100. BCE y Banco de España.*					

14.- Precios materias primas	En dólares					En euros				
	Media 1995-2010	Media 2010	Feb 2011	Mar 2011	% var. anual últ.dato	Media 1995-2010	Media 2010	Feb 2011	Mar 2011	% var. anual últ.dato
Índice "The Economist", 2000=100: - Total	107,4	170,4	233,5	226,6	42,6	104,9	156,2	208,0	196,8	38,2
- Alimentos	109,4	175,7	235,4	226,7	42,8	105,5	151,4	197,0	185,0	38,4
- Prod. industriales	97,7	164,8	231,5	226,6	42,5	104,2	162,6	222,0	211,9	38,1
Petróleo Brent, $ ó euros/barril	43,9	79,5	103,5	114,5	45,3	31,6	60,0	75,8	81,8	40,8
Fuente: "The Economist". Los datos en euros están obtenidos aplicando el tipo medio mensual euro/dólar.										

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.es

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 125/126. Claves actuales de la fiscalidad del futuro
N.º 127. España en la era de la innovación

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 99. La dimensión en el sector bancario
N.º 100. Treinta años de análisis financiero

PANORAMA SOCIAL

N.º 11. Envejecimiento, adaptación y cambio social
N.º 12. Empleo, desempleo y pobreza

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 219. Economía pública en coyuntura baja
N.º 220. 2010: Un proceso dispar de recuperación autonómica

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2011

Deseo suscribirme a: — Euros

☐ *Papeles de Economía Española*		55,00
Números sueltos		17,00
☐ *Perspectivas del Sistema Financiero*		48,00
Números sueltos		17,00
☐ *Cuadernos de Información Económica*		66,00
Números sueltos		13,00
☐ *Panorama Social* (dos números)		25,00
Números sueltos		15,00
☐ *Estudios de la Fundación* (un ejemplar)		13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm . ..... ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social .....
Profesión, actividad o departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... C.P. ..... Provincia o país .....
Fecha .....

☐ Domiciliación bancaria
Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre en la siguiente Cuenta corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
☐☐☐☐	☐☐☐☐	☐☐	☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96