

# Cuadernos

de Información Económica

222

MAYO/JUNIO  
2011

## Atonía económica con incertidumbre política

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

Novedades fiscales

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

La crisis de la deuda  
soberana

### SISTEMA FINANCIERO

Los bancos españoles  
y la crisis

### ACTUALIDAD SOCIAL

La atención a la  
dependencia: una  
primera valoración

### ENTREVISTA

Soledad Núñez,  
Directora General  
del Tesoro y Política  
Financiera

Resumen de prensa  
Indicadores financieros  
Indicadores de coyuntura  
y previsiones



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# Cuadernos

*de* Información Económica

222

MAYO/JUNIO  
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: **ROTOEXT, S.L.**

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**

## PRESENTACIÓN

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

- Página
- 1 **El camino por recorrer**  
*José Luis Leal Maldonado*
  - 7 **Principales características del comercio exterior español y evolución reciente**  
*María Jesús Fernández*
  - 17 **[Recuadro gráfico: *Determinantes de las importaciones y exportaciones*]**
  - 21 **Mercado y política de vivienda en España en 2011**  
*Julio Rodríguez López*
  - 27 **Novedades básicas en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas**  
*Valentí Pich*
  - 31 **¿Es realmente viable una rebaja del IRPF para estimular el crecimiento económico en España?**  
*Victorio Valle, José Félix Sanz y Desiderio Romero*
  - 35 **Explosividad de la Deuda Pública. Un comentario**  
*Reyes Navarro*
  - 39 **La crisis económica, Estado de las autonomías y comunidades autónomas: la percepción de los ciudadanos**  
*Francisco Alvira Martín y José García López*
  - 49 **Entrevista con:**  
**Soledad Núñez**, Directora General del Tesoro y Política Financiera  
*Carlos Humanes*

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página
- 53 **El debate fiscal en Estados Unidos**  
*Ferran Casadevall*
  - 59 **Crisis de deuda en los países desarrollados**  
*David Cano y Daniel Suárez*
  - 67 **Informes de los organismos económicos internacionales**  
*Resumen de la redacción de Cuadernos*
  - 73 **Resumen de prensa**
  - 73 **Comentario de actualidad**, *Ramon Boixareu*
  - 75 **La información económica en la prensa internacional**

## SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

- Página 87 **El impacto de la crisis en los bancos españoles: 2007-2010**  
*Joaquín Maudos*
- 101 **Bonos convertibles contingentes. Aproximación histórica y teórica, estructuración y elementos decisivos para su valoración**  
*Félix M. López Esteban*
- 107 **Panorámica empresarial**  
*Carlos Humanes*
- 111 **Indicadores financieros**  
*Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS*

## ACTUALIDAD SOCIAL

- Página 115 **Un avance de valoración de la aplicación del Sistema de Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD)**  
*Julia Montserrat Codorniu y Gregorio Rodríguez Cabrero*

## OTRAS COLABORACIONES

- Página 121 **La economía y el mercado en la Constitución de 1812**  
*Francisco Cabrillo*

## IN MEMÓRIAM

- Página 125 **Keynes y los problemas de hoy**  
*Luis Ángel Rojo*

## INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

*Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS*

- Página 135 **Panel de previsiones de la economía española**
- 143 **Previsiones de inflación**
- 147 **Principales indicadores de la economía española**
- 148 **Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM**
- 149 **Indicadores básicos de la economía internacional**

Sumario

# PRESENTACIÓN

**E**l resultado de las elecciones autonómicas y municipales del pasado 22 de mayo, abre un inevitable periodo de incertidumbre política. ¿Cuándo se convocarán elecciones generales? ¿Cuál será el resultado, más allá de especulaciones y previsiones? ¿Cuál será el contenido económico de los programas electorales? Con ese telón de fondo, la economía vive un periodo de manifiesta atonía: bajo crecimiento, intensificación del desempleo y debate interminable sobre las necesarias reformas estructurales respecto a las que, de nuevo, la Comisión Europea vuelve a llamar la atención con una recomendación firme de acelerar el proceso de cambio. Esa situación de bajo pulso en la que la economía española crece lo suficiente para que su problemática económica se perciba por los mercados como distinta de la de países como Irlanda, Grecia o Portugal, aunque no consigue aún el necesario impulso para generar empleo neto, es la que da pie a buena parte de los artículos que componen el presente número 222 de *Cuadernos de Información Económica*.

## **Economía en *Stand – by***

Varios trabajos abordan la situación actual y la evolución de algunos de sus elementos clave.

La colaboración de **José Luis Leal**, a quien *Cuadernos* quiere expresar su gratitud, arranca de las previsiones poco halagüeñas que la Comisión Europea acaba de publicar sobre España, enmarcadas en la situación dicotómica europea de los países del Norte y del Sur, como punto de partida para analizar las causas más relevantes que han llevado a la actual situación: excesiva inversión en construcción, prevalencia del tiempo político sobre el económico, que condicionó la política presupuestaria, y

fuerte déficit exterior, con el consiguiente endeudamiento, entre otras.

Ante un diagnóstico tan poco prometedor, el autor prevé que la economía española continuará endeudándose y siendo muy vulnerable a las alteraciones de los mercados financieros internacionales, por lo que considera prioritario compatibilizar el crecimiento de la demanda interna con el equilibrio exterior.

De forma más concreta, José Luis Leal señala que la evolución de la economía depende de la solución de problemas como el ajuste del sector público, la creación de empleo, el aumento de las exportaciones, el incremento del tamaño de nuestras empresas o la mejora de la educación. Como existen ya muchas propuestas solventes para enfrentarse a ellos, sólo queda que los responsables de la política económica las apliquen con decisión.

La crisis económica y la necesidad de recortes en el gasto público han llevado a una parte de la opinión pública a interesarse aún más por el funcionamiento de las comunidades autónomas (CCAA), entre otras razones, por ser, en la actualidad, las administraciones públicas que desarrollan un mayor volumen de gasto.

Tal como señalan en su trabajo los profesores **Alvira y García López**, la mayoría de la opinión pública considera que las CCAA han funcionado bastante bien, aunque también se observa, de un lado, un descenso en el porcentaje de apoyo en el último quinquenio y, de otro, que existen diferencias apreciables entre unas comunidades y otras.

Por otra parte, el pesimismo sobre la situación económica es generalizado en las CCAA, al igual que se ve, en todas ellas, al paro como la cuestión más grave. Otros pro-

blemas, como la inmigración, el entorno político o la vivienda se viven con más intensidad en algunas comunidades.

Volviendo al análisis más directo de las variables económicas más significativas, el comercio exterior se ha convertido en el principal impulsor de la actividad económica española, aunque dado que ciertamente su importancia relativa es aún pequeña, no puede esperarse que este empuje sea suficiente para lograr una rápida e intensa salida de la crisis.

El trabajo de **María Jesús Fernández**, de FUNCAS, recoge las características básicas del sector exterior español: composición, evolución reciente y distribución geográfica. Para la autora, la elevada elasticidad de las importaciones con las exportaciones, y el escaso peso de éstas en el PIB, supone una restricción para que la aportación del sector exterior al crecimiento sea más intensa. En consecuencia, propone aumentar el tamaño del sector exportador y diversificar internacionalmente los mercados de destino de nuestras ventas.

El recuadro gráfico, que también ha preparado María Jesús Fernández, muestra empíricamente la aportación de una serie de variables, a corto y largo plazo, al crecimiento del comercio exterior en el período 1980-2010. Las variables más importantes en el crecimiento a corto plazo de las importaciones son la demanda nacional y el aumento de las exportaciones. Los precios relativos también juegan un papel capital, positivo en el período previo a nuestra entrada en el área del euro, debido a las devaluaciones realizadas, y negativo a partir de esa fecha por la pérdida de competitividad.

En el terreno de la economía interna, en este número se aborda el tema del mercado de la vivienda en España que ha sufrido una brusca contracción, superior a la caída del PIB. Al impacto directo de este sector sobre la economía, con consecuencias muy relevantes sobre el empleo —debido al uso intensivo de trabajo—, debe añadirse, además, los efectos inducidos sobre otros sectores muy interconectados.

En su colaboración, el economista **Julio Rodríguez**, experto en el mercado de vivienda, comenta la situación del mercado en el primer trimestre de 2011, analiza el impacto de la evolución sobre el conjunto de la economía española y la política de vivienda para el presente año.

---

## Debate fiscal

En el mes de junio, mes de presentación de la declaración del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas, no podía faltar el tradicional comentario sobre innovaciones

fiscales. Con este motivo, *Cuadernos* ha invitado a **Valentí Pich**, Presidente del Consejo General de Colegios de Economistas y experto fiscal, para que realice un repaso a las novedades de este impuesto para el año 2010 y el actual.

Aunque la relación de cambios es amplia, destacamos de ella la supresión de los 400 euros para contribuyentes con rentas superiores a doce mil euros y la subida de los tipos impositivos a los rendimientos del ahorro financiero desde el 18 al 19%, para los primeros seis mil euros, y al 21 para el exceso sobre esa cifra.

Pero el tema fiscal es susceptible de un debate diferente: el relativo a como actuar para reorientar el déficit público.

Como término de referencia cabe señalar la situación en Estados Unidos. La crisis económica ha tenido consecuencias muy relevantes sobre el déficit en EEUU, que en 2009 ascendió al 12,7% del PIB, debido al fuerte aumento de los gastos en sanidad y pensiones, y en la expansión del endeudamiento público, previsto para 2016 en el 112% del PIB.

Este hecho, junto con el creciente tamaño del sector público en el país norteamericano, tal como señala **Ferran Casadevall**, Técnico Comercial y Economista del Estado, ha desatado un intenso debate ideológico, no tanto sobre la necesidad de tomar medidas para reducir el déficit fiscal, sino de la forma en llevarlo a cabo: recortes del gasto para los republicanos o aumento de impuestos para los demócratas.

Para Ferran Casadevall, de aquí a las elecciones presidenciales de 2012 es muy improbable suponer que lleguen a un entendimiento, esperando, eso sí, que logren algunos acuerdos puntuales y afronten seriamente el problema en 2013.

Una cuestión diferente, que también ha sido y sigue siendo objeto de debate es la reducción del IRPF como fórmula de estímulo de la actividad económica; una propuesta que se sustenta en el hecho de que tal reducción supone un aumento de la renta disponible con efectos relevantes sobre el consumo, la producción y el empleo.

Los profesores **Victorio Valle**, de FUNCAS, **José Félix Sanz**, de la Universidad Complutense, y **Desiderio Romero**, de la Universidad Rey Juan Carlos, cuantifican los posibles efectos de una rebaja del IRPF sobre el crecimiento y la creación de empleo, y concluyen señalando que, para conseguir un aumento del PIB del orden de 2,5 puntos, necesarios para que se cree empleo neto, la reducción fiscal tendría un coste recaudatorio de 25 millar-

dos de euros, es decir, un 35% de los ingresos previstos en este impuesto para este año. Un coste seguramente excesivo, teniendo en cuenta el abultado déficit de partida que soportan las administraciones públicas.

## Crisis de la deuda soberana

Las políticas keynesianas de expansión del gasto público como fórmula para la lucha contra la crisis económica han tenido ciertos efectos positivos visibles sobre el crecimiento de algunas economías, como Estados Unidos o Alemania. Sin embargo, y como efecto inducido por ellas, el endeudamiento público ha adquirido volúmenes desconocidos en las últimas décadas, tal como muestra el hecho de que en los países del G7 la ratio deuda pública/PIB supera el 100%.

El artículo de **David Cano** y **Daniel Suárez**, de AFI, tras plantear que estas economías tendrán que enfrentarse en un futuro no muy lejano a un duro plan de ajuste para equilibrar sus cuentas públicas y reducir su apalancamiento, estudian los problemas de sostenibilidad de la deuda a largo plazo en cuatro países: Japón, Estados Unidos, España y Grecia, encontrando relevantes particularidades entre ellos y destacando la elevada vulnerabilidad del último país, dada la dificultad de combinar crecimiento económico con superávit presupuestario, en un escenario de consolidación fiscal.

Los mercados financieros, se muestran cautos acerca de la sostenibilidad futura de la deuda soberana en muchos países, al tiempo que la penalizan en términos de exigencia de mayores rendimientos. La Profesora **Reyes Navarro**, de la UNED, en una breve nota, reflexiona acerca de la confusión existente entre crecimiento y explosividad de la deuda pública, señalando que ésta sólo se produce cuando su tipo de interés es mayor que la tasa del crecimiento del PIB.

Aplicada esta premisa a la realidad española, la autora observa que a partir de 2008 existe un caso claro de explosividad de la deuda, que lleva una traza decreciente y debe corregirse mediante la reducción del déficit público y el impulso del crecimiento económico.

Debe mencionarse finalmente en este terreno la entrevista realizada a la Directora General del Tesoro y Política Financiera, **Soledad Núñez** —a quién *Cuadernos* agradece su colaboración— y que el lector encontrará en versión íntegra en este número.

## Bancos en tiempos de crisis

En los últimos meses, las cajas de ahorros han vivido un intenso proceso de reestructuración, como consecuencia de la crisis, que también ha afectado a los bancos españoles, pese a que parece que a éstos aquélla les ha afectado en menor medida, bien por el escaso eco que han tenido en los medios de comunicación, bien por el enorme peso que en el sector tienen los dos grandes grupos bancarios.

La realidad, sin embargo, y tal como afirma en su artículo el catedrático de la Universidad de Valencia **Joaquín Maudos**, muestra que no conviene generalizar los problemas de las cajas, dada la existencia de enormes diferencias en el colectivo de éstas y los bancos. De hecho, la visión agregada de éstos oculta la variedad de efectos de la crisis sobre ellos en aspectos tan importantes como crecimiento del crédito y depósitos, necesidad de financiación, rentabilidad, costes operativos, eficiencia, morosidad o capitalización.

También sobre temas financieros, pero de orden muy distinto al anterior, discurre el trabajo de **Félix López Esteban**.

La innovación es una constante en el ámbito financiero. De forma continuada surgen nuevos productos financieros, algunos con un elevado nivel de sofisticación, que, al no gozar de derechos de propiedad, pueden ser utilizados sin restricciones por otros competidores.

Uno de estos productos, los bonos convertibles contingentes, aunque ya utilizados hace una década, no quedaron claramente definidos hasta hace dos años en que alcanzaron una mayor precisión; en concreto, como bonos que se convierten en capital ordinario cuando sucede un determinado acontecimiento, generalmente una caída de la solvencia por debajo de ciertos niveles.

La colaboración de Félix López Esteban, de Atlas Capital Gestión, supone una aproximación histórica y teórica a estos bonos, al tiempo que explica los tipos existentes y los factores que influyen en su valoración.

Finalmente la Panorámica Empresarial de este número que, como es habitual, firma el periodista **Carlos Huanes**, está dedicada a los siguientes temas: las rebajas de las calificaciones crediticias de las agencias de *rating* generan una mayor incertidumbre en Europa; las sucursales de bancos extranjeros y su inmunidad frente a la legislación española que limita los *superdepósitos*; Acciona se sitúa como líder bursátil de las energías renovables; los

problemas a los que debe enfrentarse Google; las favorables expectativas del banco de inversiones Lazard en las próximas ofertas públicas de venta en la bolsa española y la nueva estrategia de la Comisión Europea para reforzar los derechos de autor en Internet.

---

## Información Internacional

La redacción de *Cuadernos de Información Económica* ofrece en este número la pertinente noticia sobre dos informes importantes de organismos internacionales: Previsiones de Primavera de la Unión Europea y Perspectivas Económicas de la OCDE.

Por otra parte, como es habitual, **Ramon Boixareu**, junto con su comentario de actualidad, elabora la síntesis de información económica en la prensa internacional, que en esta ocasión discurre básicamente sobre cuatro temas: los problemas de la economía americana, la crisis de la eurozona, la difícil situación de Grecia y Portugal, y la reconsideración de la opción nuclear.

---

## Atención a la dependencia

Transcurridos unos 36 meses de la entrada en vigor de la Ley de Dependencia, parece tiempo suficiente para evaluar sus pros y contras y examinar las posibles vías de perfeccionamiento.

El trabajo de los profesores **Julia Codorniu**, Universidad de Gerona, y **Gregorio Rodríguez Cabrero**, Universidad de Alcalá de Henares, acomete esta tarea analizando esta Ley como una respuesta institucional al riesgo de dependencia en el marco del Estado de Bienestar, evaluando su aplicación en términos de cobertura, sistema de prestaciones, gobernanza y financiación, factores todos ellos muy interrelacionados, pero que requieren para ser

exitosos de un buen sistema de gobierno y una adecuada sostenibilidad financiera.

---

## La economía y el mercado en la Constitución de 1812

Al cumplirse este año el bicentenario del inicio de los trabajos de elaboración de la Constitución de 1812, el catedrático de la Universidad Complutense **Francisco Cabrillo** centra su artículo en el estudio de los principios que iniciaron el proceso de institucionalización de la economía de mercado en España, entre ellos, reconocimiento del derecho de propiedad, libertad de industria, mercado interior único, y organización y financiación de la hacienda pública.

El profesor Cabrillo se refiere también al desarrollo de estos principios y a modo de conclusión destaca la importancia del marco institucional y legal como condición necesaria para lograr el desarrollo económico.

---

## Despidiendo a un maestro

El pasado 24 de mayo fallecía en Madrid, el Profesor **Luis Ángel Rojo**, Maestro de varias generaciones de economistas. Fue Gobernador del Banco de España y asesor del máximo nivel de los diferentes gobiernos. Persona de extraordinaria inteligencia ha constituido –y constituye– para muchos, un referente permanente, no sólo de conocimiento económico, sino de integridad, de dedicación y de buen hacer.

FUNCAS rinde, en este número de *Cuadernos*, un modesto pero sentido homenaje al Profesor Ángel Rojo reproduciendo su excelente colaboración en el número 2 de *Papeles de Economía Española*, bajo el título “Keynes y los problemas de hoy”.

## El camino por recorrer

*José Luis Leal Maldonado*

Las recientes, y muy detalladas, previsiones de la Comisión Europea para las economías de los países miembros vienen a confirmar, en el caso de España, el consenso de la gran mayoría de analistas sobre nuestro futuro a corto plazo. Es cierto que las nuevas previsiones de crecimiento del PIB mejoran en una décima, para el conjunto de la Unión, las del pasado otoño, pero esta mejora procede, esencialmente, de un aumento de los gastos corrientes de las Administraciones ya que el consumo privado será menor que el previsto hace un semestre, en parte como consecuencia del aumento de los precios debido a la incidencia del encarecimiento de las materias primas y del petróleo. También mejora ligeramente la aportación del sector exterior. Las previsiones de la Comisión ahondan la brecha que ha producido la crisis entre las economías de los países del Norte y los del Sur: los primeros están saliendo de la crisis, como Alemania, con tasas de crecimiento espectaculares (al menos en el primer trimestre de este año), mientras que los segundos penan por crecer. En unos casos, por la aplicación de políticas de saneamiento drásticas impuestas a cambio de una ayuda que les permita mejorar la refinanciación de sus deudas, en otros, con menores problemas financieros, por la instrumentación de políticas presupuestarias restrictivas que aseguren el cumplimiento de los compromisos asumidos en Maastricht.

En el caso de España, a la crisis financiera internacional, que en un principio nos afectó menos que a otros países por el mejor punto de partida de nuestro sistema financiero, vino a añadirse el estallido de la burbuja especulativa en la construcción, cuyas consecuencias siguen frenando las posibilidades de crecimiento de la economía. En 2008, el valor añadido en la construcción en España representaba un 11,6 por ciento del total, frente al 6,5

por ciento de media en la Unión Europea. El único país que nos superaba era Rumanía, con un 11,8 por ciento mientras que en Alemania tan solo era del 4,2 por ciento. Los cinco puntos adicionales de la construcción son los que ahora hay que reconvertir a otras actividades, con la dificultad añadida de tener que hacerlo en medio de una severa crisis internacional. Una parte de esta diferencia se debe a la mayor actividad del Sector Público en lo que se refiere a la construcción de infraestructuras de transporte, pero ello no explica mucho más allá de un punto porcentual del valor añadido: el resto procede de la construcción residencial, que es donde el problema hunde sus raíces.

En un primer momento el Gobierno sucumbió a la vieja tentación de “puentear” la crisis. Tal vez por convencimiento o porque al disponer de un excedente en las cuentas de las Administraciones Públicas pensó que el margen de acción del que disponía era más elevado del que realmente existía; o, con mayor probabilidad, porque el tiempo político prevaleció sobre el económico mucho más allá de lo razonable. Sea como fuere, esta cuestión lleva, necesariamente, a poner en tela de juicio algunos aspectos de la política presupuestaria aplicada en los años de bonanza económica.

La prioridad otorgada a los problemas políticos condicionó, y condiciona, aspectos importantes de la política presupuestaria. El reparto territorial de competencias es, probablemente, el principal factor que ha determinado la evolución de los gastos del sector público: para vencerse de ello basta con observar lo sucedido con el empleo en las Administraciones Públicas a lo largo de las últimas décadas. El gráfico 1 muestra con claridad las consecuencias del proceso de transferencias a las Comunidades Autónomas: el descenso del número de funcionarios

en la Administración Central ha sido incomparablemente menor que el aumento de los mismos en los entes territoriales, lo que demuestra que las transferencias de funciones no se vieron acompañadas por la transferencia de los funcionarios que las desempeñaban, salvo en el caso de los servicios relacionados con el empleo. Pero el aumento del empleo en las Comunidades Autónomas va mucho más allá de lo que cabía imaginar al principio del proceso de transferencias, ya que actualmente el número de personas que trabajan para ellas es más de tres veces superior al de la Administración Central, cuando en 1990 dicho número era bastante inferior a aquél.

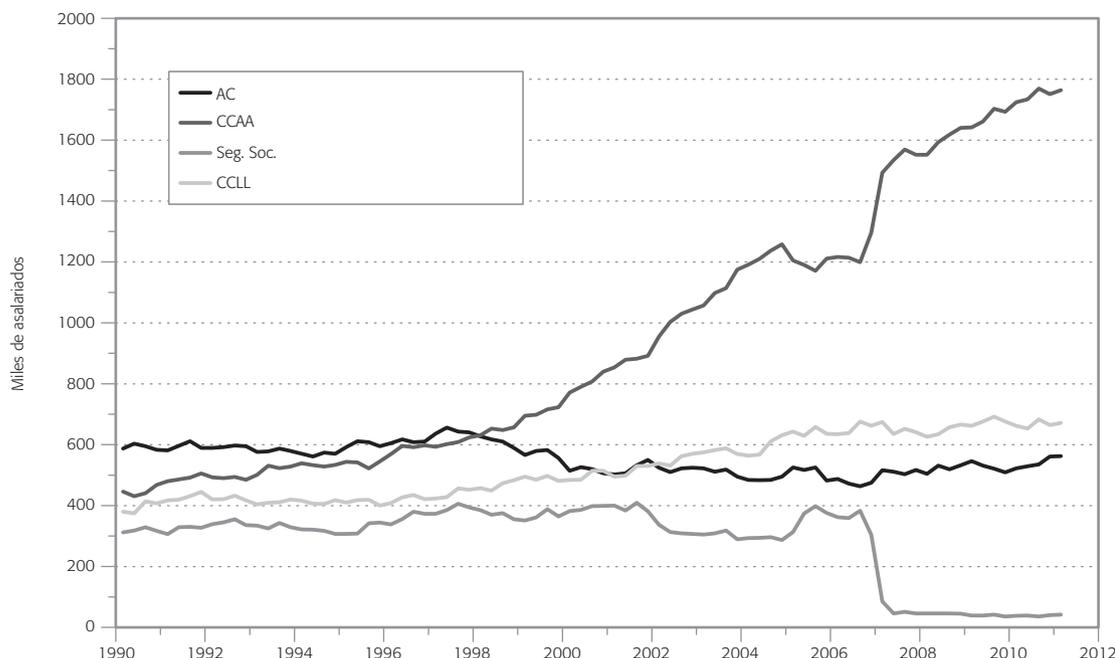
Es bastante dudoso que el fuerte aumento del empleo en las Comunidades Autónomas corra paralelo a la cantidad y calidad de los servicios que los ciudadanos reciben de sus administraciones territoriales. Además, el gráfico muestra algo inquietante, como es el hecho de que la curva del empleo en las Comunidades Autónomas haya seguido creciendo al mismo ritmo a lo largo de la crisis, como si ésta no fuera con ellas. Tan sólo al final del período se produce una desaceleración en la contratación de sus funcionarios. En menor medida algo parecido ha sucedido con los ayuntamientos. Desde 1990, el empleo en el conjunto de las Administraciones

Públicas ha crecido a una media del 2,9 por ciento anual, pero esta media encubre una caída, siempre en términos de crecimiento medio anual, del uno por ciento en la Administración Central, un aumento del 3,1 por ciento en los ayuntamientos y del 7,6 por ciento en las Comunidades Autónomas, que han pasado de emplear a 446.000 personas en el primer trimestre de 1990 a 1.764.000 personas en el mismo periodo de 2011. Son cifras que deberían hacernos reflexionar y que arrojan una luz peculiar, y preocupante, sobre los problemas de nuestra economía a la hora del ajuste.

A pesar de lo anterior, las cuentas de las Administraciones Públicas arrojaron un excedente entre 2005 y 2007, lo que produjo no solo sorpresa sino también debate político ya que, inmediatamente, se planteó la cuestión de saber si el Estado debía mantener un excedente en sus cuentas cuando había necesidades sociales importantes que atender. Es una vieja cuestión cuya respuesta suele estar condicionada tanto por la mayor o menor cultura económica de la población como por el grado de responsabilidad de los gobernantes. Pero el problema no era únicamente político sino también económico: dada la naturaleza del excedente y su estrecha vinculación con una situación económica imposible de prolongar indefi-

Gráfico 1

EMPLEO DE LAS AAPP



Fuente: INE, Encuesta de población activa.

nidamente en el tiempo, el excedente debía haber sido bastante mayor del que realmente se produjo. No hay que olvidar que entre 2004 y 2007, los gastos de las Administraciones Públicas crecieron ligeramente por encima del PIB, mientras que los recursos lo hicieron en más dos puntos porcentuales, por lo que el excedente presupuestario tuvo su origen, en gran medida, en un fuerte incremento de los ingresos, imposible de mantener a medio y largo plazo. Todo lo más a lo que pudo llegarse fue a la presentación de presupuestos en equilibrio, o en ligero excedente, a sabiendas de que la evolución de los ingresos transformaría el equilibrio en superávit. Se trataba de un cálculo político y no económico. Se sabía también que, en medio de una burbuja especulativa de gran intensidad en el mercado de la vivienda, no tenía sentido mantener un generoso sistema de ayudas y exenciones fiscales a la adquisición de viviendas. Algunos responsables económicos lo advirtieron, pero las consideraciones políticas de corto plazo prevalecieron y la burbuja siguió, inexorablemente, su curso.

Todo esto se sabía y hubo que plegarse a la realidad. Se construyó entonces un escenario de buenas intenciones que consistió en pensar que el pinchazo de la burbuja sería gradual y que la economía tendría tiempo para absorber las consecuencias sin demasiado coste. Pero la crisis económica cortó de raíz una esperanza que, por otra parte, no tenía el apoyo de la historia económica, que nos enseñaba, y nos enseña, que el desenlace de las burbujas especulativas en la construcción es, en la mayoría de los casos, súbito y no gradual.

El reflejo de esta situación fue la aparición de un fuerte déficit en la balanza por cuenta corriente. España no generaba el ahorro suficiente para cubrir sus necesidades de inversión, por lo que una buena parte de ésta tuvo que ser financiada por el ahorro extranjero. En términos económicos, un déficit por cuenta corriente que llegó a alcanzar el diez por ciento del PIB no era sostenible ni tan siquiera a corto plazo, por lo que se alzaron algunas voces, pocas, para advertirlo y para preconizar una política más restrictiva que intentara moderar el crecimiento de la demanda interna. Pero, como todos sabemos, la respuesta a esta cuestión no fue económica, sino política, pues era difícil aceptar una acción preventiva en medio de la euforia general. Se construyó entonces una teoría alternativa basada en un argumento real, pero que no tenía relación directa con el problema que se había creado y que venía a decir que la tasa de ahorro de la economía era una de las más elevadas de la eurozona y que el problema no venía del ahorro sino del fuerte aumento de la inversión. Esta explicación era cierta, pero faltaba añadir que el exceso de inversión, los cinco puntos adicionales dedicados a la construcción, no era indefinidamente sostenible, entre

otras cosas porque llegó un momento en que el número de viviendas construido en España superaba al de Alemania y Francia juntas, alentado por los bajos tipos de interés, las ayudas fiscales a la adquisición de viviendas y unas tasaciones a menudo generosas. Se trataba de una inversión que creaba mucho empleo, pero un empleo temporal e insostenible como hemos podido comprobar tras el estallido de la burbuja.

Todo esto tiene mucho que ver con la situación actual y las previsiones para los próximos meses. La Unión Europea prevé que el crecimiento del consumo en 2011 será del 0,8 por ciento, financiado en parte por una disminución de más de dos puntos de la tasa de ahorro de las familias. Este punto de vista coincide con el de la mayoría de los analistas y conviene colocarlo en perspectiva. El ahorro de las familias españolas ha sido, por regla general, inferior al de los grandes países de la zona del euro. Por no poner más que un ejemplo, la tasa de ahorro de los hogares franceses ha oscilado tradicionalmente en torno al 15 por ciento de su renta disponible, mientras que la de los españoles ha sido del orden del 11 por ciento. Lo que es cierto de las familias no lo es del resto de los agentes económicos ya que la tasa de ahorro bruta de la economía española ha oscilado, antes de la crisis, en torno al 22 por ciento del PIB frente al 19 por ciento de la francesa. El problema de la economía española no ha sido de falta de ahorro sino de exceso de inversión en un sector que, como el de la construcción, crea un empleo poco cualificado e inestable. El incremento de la demanda de inversión se filtró hacia las importaciones sin que fuera posible un aumento paralelo de las exportaciones, como tal vez habría ocurrido si la fuerte inversión se hubiera producido en otros sectores. El caso es que la presión de la demanda interior llevó a un déficit insostenible de la balanza por cuenta corriente.

El problema, a la hora actual, consiste en saber si el año que viene la renta disponible de las familias permitirá por sí sola un aumento del consumo o si será necesaria una nueva reducción de la tasa de ahorro para lograrlo. Los expertos de la Unión Europea piensan que no será necesaria esta última hipótesis y que será posible un aumento del 1,1 por ciento del consumo privado sin variación de la tasa de ahorro. También piensan que el déficit de la balanza por cuenta corriente se estancará en torno al 4 por ciento del PIB.

No podemos decir que este pronóstico, en sí mismo razonable, sea muy alentador, pues significa que la economía española continuará endeudándose, por lo que permanecerá su vulnerabilidad ante los vaivenes que producen las alteraciones de los flujos de financiación mundiales. En realidad, de lo que se trata es de saber cual

podría ser la tasa de crecimiento de la demanda interna compatible con el equilibrio exterior. Por el momento, lo que hemos visto a lo largo de los últimos años es que la reducción del desequilibrio exterior se ha conseguido gracias a una caída de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión. Es una situación que no puede prolongarse mucho en el tiempo, entre otras cosas porque una caída prolongada de la inversión terminaría por afectar a las exportaciones. En cualquier caso, y volviendo a la situación actual, para que la renta disponible de las familias aumente es preciso que lo haga el empleo, hipótesis contemplada en las previsiones de la UE aunque en cantidad muy reducida.

Estas cuestiones ponen de relieve la relación entre la demanda interna y externa de la economía. En los dos últimos años hemos asistido a un aumento de las exportaciones de mercancías por encima de lo que la mayor parte de los analistas preveía. En realidad, una mirada a lo sucedido en los últimos años nos permite constatar que, a pesar de la fuerte presión de la demanda interna, las exportaciones de mercancías españolas se han comportado mejor, en promedio, que las de países como Italia y, sobre todo, Francia, manteniendo, en líneas generales, su cuota de mercado en el comercio mundial (gráfico 2).

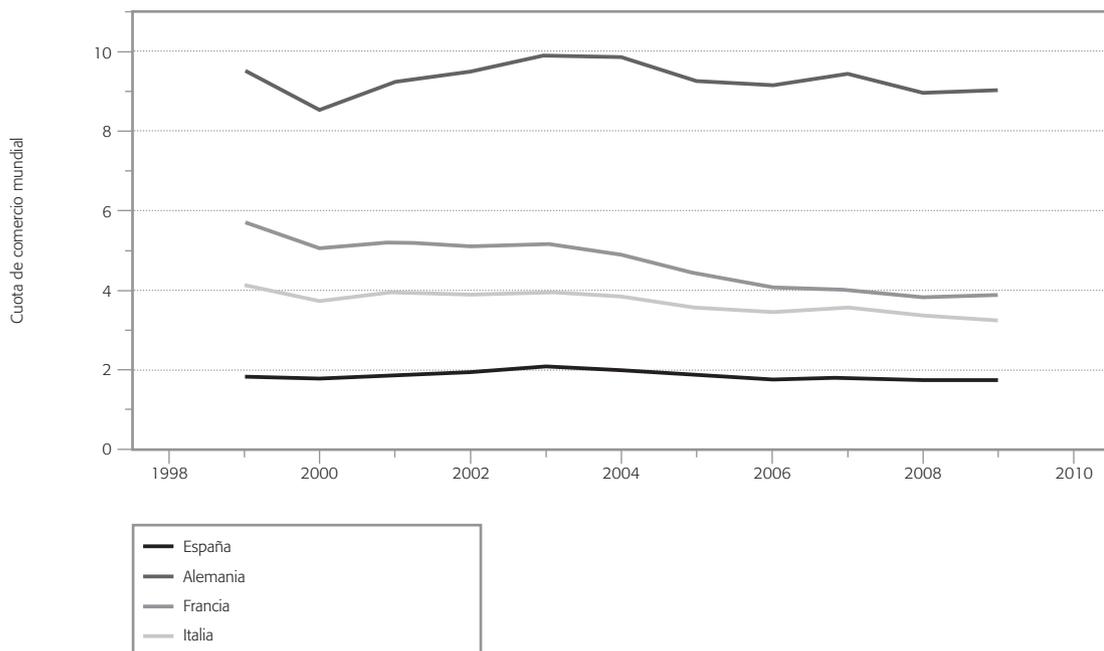
Por lo que se refiere a los servicios, ha habido incluso una pequeña ganancia de cuota de mercado.

Son unos buenos resultados, a pesar de que la participación de las exportaciones en el PIB ha evolucionado de manera similar a la de Francia o Italia, y continua siendo inferior a la de estos dos países. También son inferiores las exportaciones de mercancías por habitante, que ascienden a un tercio de las alemanas y a algo más del 60 por ciento de las francesas, por lo que aún queda camino por recorrer.

La repetición de importantes déficit en la balanza por cuenta corriente a lo largo de los últimos años produjo un fuerte aumento del endeudamiento exterior. Al revés de lo sucedido en algunos países de nuestro entorno, la mayor parte de la deuda exterior es de origen privado, ya que el endeudamiento público se redujo en los años que precedieron al estallido de la crisis. Es importante destacar, también, que, a pesar de que España recibe importantes cantidades de inversión directa procedente del exterior, la balanza de este capítulo ha sido, en general, desfavorable para España. Ello se debe a las fuertes inversiones realizadas por nuestras empresas en el exterior y que han sido financiadas parcialmente con ahorro extranjero. También,

Gráfico 2

EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS



Fuente: Organización del Comercio Mundial.

desde este punto de vista, España constituye una excepción, pero conviene tener en cuenta que la creación de empresas multinacionales, inéditas hasta hace poco en el panorama de nuestra economía, no podía llevarse a cabo por otra vía. En realidad, las empresas españolas que se han implantado fuera de nuestras fronteras han intermediado el ahorro extranjero, obteniendo una buena rentabilidad para los fondos ociosos de países más desarrollados, y más ahorradores, que el nuestro.

La evolución de la economía española a corto plazo dependerá de la solución que se dé a algunos de los problemas anteriormente mencionados. El ajuste del sector público va, por el momento, por buen camino, siempre y cuando las Comunidades Autónomas, o al menos la mayoría de ellas, decida por fin iniciar la senda de la austeridad y del ajuste de sus estructuras. Pero, más allá de las veleidades, a corto plazo, del sector público, la cuestión esencial es, una vez más, la creación de empleo. La mayoría de los analistas prevé que habrá creación neta de puestos de trabajo a partir de finales de año, sin que ello tenga que reflejarse, necesariamente, en la tasa de paro, pues esta depende, además, de la evolución de la población activa. Una evolución positiva de la creación de empleo, necesariamente modesta, permitiría un incremento del consumo sin que la tasa de ahorro de las familias tuviera que reducirse. Por su parte, el nivel de endeudamiento español no deja mucho margen para una disminución relativa del ahorro nacional, pues, una vez más, conviene recordar que no hay nadie que apueste por el equilibrio de la balanza por cuenta corriente en los próximos dos o tres años, lo que quiere decir que tendremos que seguir importando ahorro extranjero, si bien a un ritmo menor que en años pasados, incluso para refinanciar nuestro desaholamiento.

La creación de empleo no depende solamente de factores económicos. La rigidez de nuestras relaciones laborales es un factor esencial que no ha tenido, hasta ahora, el tratamiento adecuado, ni por parte del Gobierno ni por parte de los agentes sociales. Las conversaciones entre empresarios y sindicatos a propósito de la negociación colectiva se han eternizado hasta llegar a la ruptura, a pesar de que un acuerdo tan solo habría resuelto una parte limitada de un problema mucho más amplio. Las propuestas no faltan: lo que falta es la voluntad decidida de avanzar por una vía que, aunque difícil, es la única que puede aportar algo de esperanza a los millones de parados con que cuenta nuestro país.

El aumento de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, ayudará, sin duda, en el corto plazo. El crecimiento económico de este año se deberá a las exportaciones, ya que la demanda interna será negativa.

El haber conservado en líneas generales nuestra cota de mercado mundial en años de fuerte crecimiento de la demanda interna permite un cierto grado de optimismo sobre nuestras posibilidades futuras. Pero, para mantener, e incrementar, nuestra cuota de mercado, única salida a largo plazo de la crisis, no bastará la presión a la baja de la demanda interna.

Además de la reforma de las relaciones laborales, será preciso reexaminar los mecanismos de coordinación entre la Administración Central y las territoriales para asegurar el control del gasto público. Hay ejemplos dignos de ser estudiados con profundidad en países descentralizados, como, por ejemplo, Alemania. Se trata, sin duda, de un problema político e, incluso, constitucional, pero habrá que plantearlo algún día. A este respecto conviene recordar que España es, junto con Grecia, el único país europeo en el que la Constitución permanece inalterada desde hace décadas, a pesar de que muchos cambios, especialmente en el terreno económico, pueden llevarse a cabo por simples mayorías cualificadas, sin necesidad de utilizar el rígido mecanismo previsto para la modificación del Título primero, en el que se trata de las libertades fundamentales. El único obstáculo, en este como en tantos otros problemas, es la falta de consenso entre los partidos políticos, especialmente los dos principales, sobre lo fundamental de la vida política, social y económica de España. Es algo que ya sucedió en el pasado, con las consecuencias que todos sabemos.

También será necesario llevar a cabo actuaciones que tiendan a facilitar el aumento de la talla de nuestras empresas. Hay una dimensión mínima para poder exportar que la mayoría de las empresas españolas no alcanza. Es una meta a largo plazo, pero que no se alcanzará nunca si previamente no se revisan las normas económicas, fiscales especialmente, que permitan alcanzarla. Claro que, previamente, convendría dar algunos pasos para facilitar la creación de empresas en España. Actualmente, los futuros emprendedores deben hacer frente a una maraña de competencias y gastos que dificultan considerablemente su tarea. Tenemos el dudoso privilegio de ser uno de los países del mundo en el que es más difícil crear nuevas empresas.

Y, por último, es necesario mejorar la educación a todos los niveles. No es que no se haya hecho nada en el pasado reciente, lo que ocurre es que no se ha hecho lo suficiente por miedo a enfrentarse a colectivos poderosos que se piensa que pueden bloquear cualquier intento de reforma que perciban como contraria a sus intereses. En este terreno, las cosas no cambiarán de la noche a la mañana, pero muy pocos dudan de que a largo plazo la formación es la clave del éxito en econo-

mía. Se ha dicho muchas veces, pero no hay que cansarse de decirlo, que los países nórdicos son capaces de crecer con excedentes en sus cuentas corrientes a pesar de la globalización y a pesar de contar con niveles salariales y de protección social bastante más elevados que los nuestros. La diferencia esencial reside en la calidad de la educación, como muestran repetidamente las encuestas sobre este tema.

Hay muchos otros problemas pero, afortunadamente, hay bastantes trabajos y propuestas solventes que me-

recen ser escuchadas y analizadas por los partidos políticos, que son el cauce legítimo para llevarlas a cabo. La magnitud de los problemas que tenemos planteados, la aparición de nuevos movimientos ciudadanos preocupados por el futuro al margen de los sistemas tradicionales de representación, la presión constante de los mercados mundiales, tal vez lleve a los gobiernos a enfrentarse con estas cuestiones con mayor decisión y espíritu de entendimiento con que lo han hecho hasta ahora. La evolución de nuestra economía, y el que continuemos siendo dueños de nuestro destino, dependen de ello.

# Principales características del comercio exterior español y evolución reciente

María Jesús Fernández\*

## 1. Introducción

El sector exterior se ha convertido en el pilar del modesto crecimiento de la actividad económica en España, por lo que es interesante conocer, aunque sea de forma somera, las cifras que definen sus principales rasgos y su evolución, sobre todo desde el inicio de la crisis.

El objetivo de este artículo consiste precisamente en describir, de forma breve, a partir de datos procedentes sobre todo del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (MITyC)<sup>1</sup>, las características básicas de las exportaciones e importaciones españolas de bienes –su estructura por sectores y productos, y geográfica de origen y destino–, así como los rasgos básicos de su evolución en los dos últimos años.

El trabajo se completa con la presentación de los resultados del cálculo de las funciones de exportación e importación españolas, mediante sendos modelos de cointegración y corrección de errores, habituales en la estimación de este tipo de funciones. A partir de dichos modelos, se identifican los principales factores determinantes de la evolución de ambas variables a corto y a largo plazo, así como la contribución de cada uno de ellos a la tasa de crecimiento de las mismas.

## 2. Composición del comercio exterior de España

Las exportaciones de bienes y servicios de España representaban en 2010 el 26,3% del PIB, frente a una

media para el conjunto de la zona euro del 40,6%, aunque las de bienes apenas suponían un 17,7% del PIB, uno de los porcentajes más bajos de la eurozona, cuya media se situaba en el 31,3%. Estas cifras se han mantenido bastante estables a lo largo de la última década.

La mayoría de las exportaciones españolas, utilizando la clasificación sectorial del MITyC, se concentran en dos sectores: semimanufacturas (27,4% del total en 2010) y bienes de equipo (20,1%) (cuadro 1). Les siguen en importancia el sector del automóvil y alimentos (16,1% y 15% respectivamente). Dentro de los grupos anteriores destacan los subsectores de productos químicos (15,3%), automóviles y motos (10,9%), el denominado otros bienes de equipo (8,3%) y frutas y legumbres (6,1%).

En comparación con las exportaciones totales de los países de la zona euro, en España tienen más peso los sectores de automóviles y alimentos, y menos los de bienes de equipo, de consumo duradero y otras mercancías (gráfico 1). Se puede decir, por tanto, que la especialización comercial de España en comparación con la UE se orienta hacia los alimentos y automóviles, pese a la elevada concentración en bienes de equipo y semimanufacturas<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> El índice de Especialización Comercial de España frente a la zona euro en el sector  $i$  se define como:

$$IEC_i = \frac{X_i^E}{X_T^E} \bigg/ \frac{X_i^{ZE}}{X_T^{ZE}}$$

Siendo:

$X_i^E$  = exportaciones españolas en el sector  $i$ ;  $X_T^E$  = exportaciones españolas totales;

$X_i^{ZE}$  = exportaciones de la zona euro en el sector  $i$ ;  
 $X_T^{ZE}$  = exportaciones de la zona euro totales.

\* Analista de la Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

<sup>1</sup> <http://datacomex.comercio.es/>

Cuadro 1

## EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES POR SECTORES 2000-2010

(Millones de euros y %)

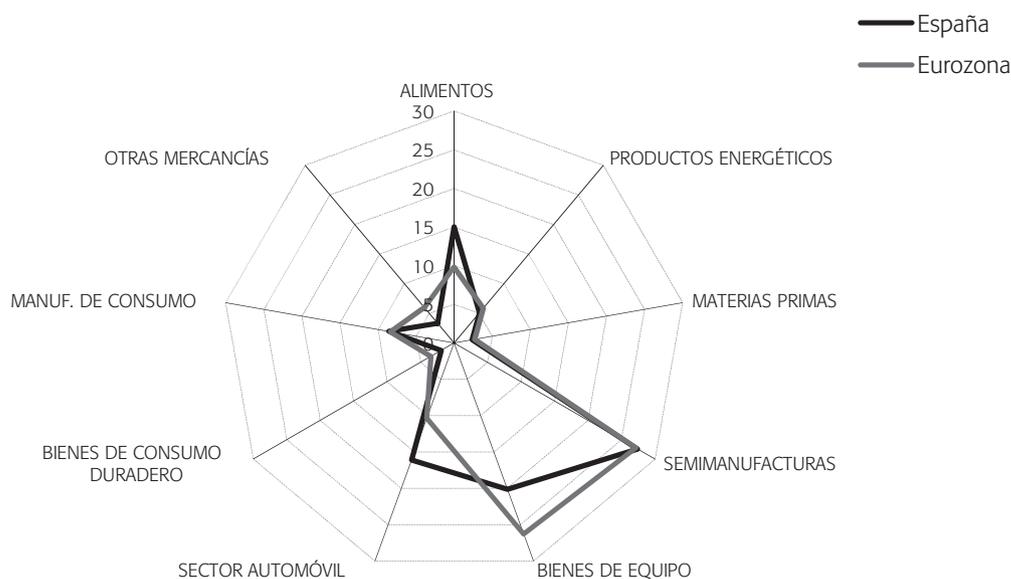
	2000	2005	2008	2009	2010	% s/total en 2010
<b>1 ALIMENTOS</b>	<b>16.972,9</b>	<b>21.861,7</b>	<b>26.874,7</b>	<b>25.586,8</b>	<b>27.936,5</b>	<b>15,0</b>
11 CARNE	1.735,2	2.459,7	3.313,2	3.159,9	3.480,2	1,9
12 LÁCTEOS Y HUEVOS	611,6	779,0	946,5	868,6	956,6	0,5
13 PESCA	1.805,4	2.068,2	2.346,2	2.222,0	2.441,8	1,3
14 CEREALES	331,2	260,5	584,2	340,1	413,4	0,2
15 FRUTAS Y LEGUMBRES	7.593,6	9.439,6	10.672,5	10.764,7	11.399,8	6,1
16 AZÚCAR, CAFÉ Y CACAO	442,2	600,5	912,3	910,1	1.210,8	0,7
17 PREPARADOS ALIMENTICIOS	1.164,3	1.491,8	1.896,6	1.867,2	1.922,2	1,0
18 BEBIDAS	1.675,3	2.156,8	2.556,7	2.486,9	2.567,3	1,4
19 TABACOS	143,0	191,0	240,0	213,5	243,8	0,1
1A GRASAS Y ACEITES	1.202,5	1.976,8	2.701,0	2.098,1	2.502,4	1,3
1B SEMILLAS Y FRUTOS OLEAGINOSOS	28,8	37,7	99,9	63,3	72,0	0,0
1C PIENSOS ANIMALES	239,7	400,2	605,8	592,3	726,1	0,4
<b>2 PRODUCTOS ENERGÉTICOS</b>	<b>4.573,0</b>	<b>6.736,8</b>	<b>12.373,7</b>	<b>7.262,4</b>	<b>9.436,3</b>	<b>5,1</b>
21 CARBÓN	90,3	124,9	336,2	173,2	218,5	0,1
22 PETRÓLEO Y DERIVADOS	4.291,4	5.965,2	10.979,6	6.566,4	8.664,2	4,7
23 GAS	66,9	229,6	170,5	107,0	188,0	0,1
24 CORRIENTE ELÉCTRICA	124,3	417,1	887,4	415,8	365,7	0,2
<b>3 MATERIAS PRIMAS</b>	<b>2.461,6</b>	<b>2.892,9</b>	<b>3.603,0</b>	<b>3.134,3</b>	<b>4.417,3</b>	<b>2,4</b>
31 MAT. PRIMAS ANIMALES Y VEGETAL	1.390,6	1.504,5	1.965,0	1.545,0	2.065,8	1,1
32 MENAS Y MINERALES	1.071,0	1.388,4	1.638,0	1.589,3	2.351,5	1,3
<b>4 SEMIMANUFACTURAS</b>	<b>26.901,5</b>	<b>37.834,1</b>	<b>50.178,5</b>	<b>41.234,5</b>	<b>50.892,4</b>	<b>27,4</b>
41 METALES NO FERROSOS	1.744,5	2.439,3	3.730,6	2.868,1	4.082,1	2,2
42 HIERRO Y ACERO	3.925,4	5.664,6	9.679,4	5.761,2	7.676,7	4,1
43 PRODUCTOS QUÍMICOS	12.933,1	20.106,8	25.424,7	23.068,6	28.409,2	15,3
44 OTRAS SEMIMANUFACTURAS	8.298,5	9.623,4	11.343,8	9.536,7	10.724,3	5,8
<b>5 BIENES DE EQUIPO</b>	<b>27.072,6</b>	<b>33.659,4</b>	<b>38.811,3</b>	<b>32.606,3</b>	<b>37.392,0</b>	<b>20,1</b>
51 MAQ. ESPECÍFICA CIERTAS INDUST	6.907,4	7.994,7	10.889,0	9.058,6	9.677,3	5,2
52 EQUIPO OFICINA Y TELECOMUNIC.	4.402,8	3.775,0	2.486,8	2.668,8	3.179,8	1,7
53 MATERIAL TRANSPORTE	6.665,1	10.298,4	9.789,8	7.610,0	9.061,0	4,9
54 OTROS BIENES DE EQUIPO	9.097,2	11.591,3	15.645,7	13.269,1	15.473,9	8,3
<b>6 SECTOR AUTOMÓVIL</b>	<b>27.078,2</b>	<b>30.774,6</b>	<b>32.174,4</b>	<b>27.387,0</b>	<b>29.946,8</b>	<b>16,1</b>
61 AUTOMÓVILES Y MOTOS	19.028,9	20.051,6	21.258,5	19.286,6	20.224,4	10,9
62 COMPONENTES DEL AUTOMÓVIL	8.049,3	10.723,0	10.915,8	8.100,4	9.722,5	5,2
<b>7 BIENES DE CONSUMO DURADERO</b>	<b>4.329,7</b>	<b>5.045,2</b>	<b>5.152,7</b>	<b>3.349,3</b>	<b>3.582,8</b>	<b>1,9</b>
71 ELECTRODOMÉSTICOS	1.129,2	1.245,9	914,6	700,9	816,5	0,4
72 ELECTRÓNICA DE CONSUMO	1.178,0	1.775,3	2.139,6	924,8	999,7	0,5
73 MUEBLES	1.601,4	1.507,1	1.606,6	1.329,9	1.334,6	0,7
74 OTROS BIENES CONSUMO DURADERO	421,1	516,9	491,9	393,8	432,0	0,2
<b>8 MANUFACTURAS DE CONSUMO</b>	<b>12.727,9</b>	<b>13.743,6</b>	<b>15.669,6</b>	<b>14.809,0</b>	<b>15.984,4</b>	<b>8,6</b>
81 TEXTILES Y CONFECCIÓN	5.738,1	6.882,3	8.286,5	8.113,1	8.817,2	4,7
82 CALZADO	2.056,4	1.760,0	1.921,7	1.871,1	1.956,3	1,1
83 JUGUETES	666,5	711,8	747,9	679,1	696,0	0,4
84 ALFARERÍA	167,7	122,8	103,5	85,5	90,6	0,0
85 JOYERÍA Y RELOJES	417,9	445,5	533,7	454,5	626,5	0,3
86 CUERO Y MANUFACTURAS DEL CUERO	582,5	425,7	476,0	356,0	448,6	0,2
87 OTRAS MANUFACTURAS DE CONSUMO	3.099,0	3.395,3	3.600,3	3.249,7	3.349,2	1,8
<b>9 OTRAS MERCANCÍAS</b>	<b>2.059,8</b>	<b>2.456,4</b>	<b>4.390,0</b>	<b>4.519,8</b>	<b>6.210,5</b>	<b>3,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>124.177,3</b>	<b>155.004,7</b>	<b>189.227,9</b>	<b>159.889,6</b>	<b>185.799,0</b>	<b>100,0</b>

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

Gráfico 1

**COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE ESPAÑA Y EUROZONA EN 2010**

(% sobre total de las exportaciones)



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Si analizamos la composición de las exportaciones españolas por productos (según la clasificación TARIC), el principal bien exportado, con diferencia, son los automóviles, que en 2010 representaron el 17,5% de las exportaciones totales. Le siguen, pero ya a gran distancia, máquinas y aparatos mecánicos (7,4%), aparatos y material eléctricos (6,4%), combustibles (5,1%), productos farmacéuticos (4,5%), etc. (cuadro 2). En general, en los primeros puestos de la clasificación se encuentran sobre todo productos alimenticios y semimanufacturas.

Los principales sectores de exportación coinciden, añadiendo el sector energético, con los principales sectores de las importaciones (cuadro 3), de modo que, por grandes agregados sectoriales, España solo presenta superávit en los grupos de otras mercancías, alimentos y sector del automóvil. El cuadro 4 representa el saldo comercial en relación al volumen total de comercio en cada categoría, es decir, el denominado índice de ventaja comparativa<sup>3</sup>.

$$^3 IVC_i = \frac{X_i - M_i}{X_i + M_i} \times 100$$

Donde  $X_i$  = exportaciones en el sector  $i$  y  $M_i$  = importaciones en el sector  $i$ .

A un mayor nivel de desagregación, en dicho cuadro se puede apreciar que la gran mayoría de subsectores ha presentado déficit/desventaja comparativa a lo largo del periodo considerado. En concreto, en 2010, solo existía superávit en once categorías de las 40 consideradas.

De los siete principales bienes exportados de acuerdo con la clasificación TARIC, sólo se registró superávit en uno de ellos, en los vehículos automóviles. Los productos donde se recoge mayor ventaja comparativa pertenecen casi en su totalidad a los grupos de alimentos y semimanufacturas.

### 3. Evolución reciente de las exportaciones e importaciones

En 2009, el año en el que se produjo el colapso del comercio internacional como consecuencia de la crisis financiera mundial, las exportaciones españolas de bienes sufrieron en términos nominales un retroceso del 15,5% –las de la UE, una caída del 18%–. Al año siguiente, crecieron un 16,2% –tasa casi idéntica a la de la UE, de acuerdo con las cifras del MITyC–, aunque no recuperaron totalmente el nivel nominal previo a la caída.

Cuadro 2

## EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES POR PRODUCTOS (TARIC) 2000-2010

(Millones de euros y %)

	2000	2005	2008	2009	2010	% s/total en 2010
87 VEHÍCULOS AUTOMÓVILES; TRACTORES	28.929,6	33.272,2	36.414,7	29.176,7	32.466,2	17,5
84 MÁQUINAS Y APARATOS MECÁNICOS	11.555,1	12.671,4	15.146,1	12.579,1	13.753,8	7,4
85 APARATOS Y MATERIAL ELÉCTRICOS	8.794,6	10.763,5	12.499,5	10.232,7	11.809,8	6,4
27 COMBUSTIBLES, ACEITES MINERALES	4.576,9	6.748,2	12.385,2	7.274,1	9.445,9	5,1
30 PRODUCTOS FARMACÉUTICOS	1.843,8	4.981,8	7.190,2	7.385,6	8.374,8	4,5
39 MAT. PLÁSTICAS; SUS MANUFACTURAS	4.198,1	5.734,7	6.901,2	5.664,4	7.395,5	4,0
72 FUNDICIÓN, HIERRO Y ACERO	3.240,3	4.616,2	8.104,9	4.751,6	6.683,2	3,6
08 FRUTAS /FRUTOS, S/ CONSERVAR	3.560,2	4.348,5	5.007,4	4.905,3	5.414,9	2,9
99 CONJUNT. DE OTROS PRODUCTOS	1.939,9	2.348,6	4.311,8	4.098,2	5.094,0	2,7
73 MANUF. DE FUNDIC., HIERRO/ACERO	2.489,9	3.542,9	5.258,6	3.846,4	4.611,2	2,5
07 LEGUMBRES, HORTALIZAS, S/ CONSERVAR	2.698,0	3.463,6	3.745,9	3.969,3	3.996,0	2,2
29 PRODUCTOS QUÍMICOS ORGÁNICOS	2.475,3	3.242,5	3.408,1	2.923,8	3.764,7	2,0
48 PAPEL, CARTÓN; SUS MANUFACTURAS	2.024,0	2.487,3	3.165,2	2.766,5	3.280,7	1,8
62 PRENDAS DE VESTIR, NO DE PUNTO	1.238,2	2.031,7	2.826,0	2.939,1	3.183,1	1,7
40 CAUCHO Y SUS MANUFACTURAS	2.123,3	2.404,3	3.057,2	2.520,2	3.022,5	1,6
02 CARNE Y DESPOJOS COMESTIBLES	1.246,7	1.996,9	2.817,3	2.659,0	2.874,4	1,5
22 BEBIDAS TODO TIPO (EXC. ZUMOS)	1.713,7	2.218,4	2.703,1	2.687,4	2.747,9	1,5
88 AERONAVES; VEHÍCULOS ESPACIALES	1.633,9	2.261,9	2.268,9	2.430,8	2.623,6	1,4
33 ACEITES ESENCIALES; PERFUMERÍA	962,2	1.629,2	2.014,0	1.979,3	2.473,6	1,3
15 GRASAS, ACEITE ANIMAL O VEGETALES	1.174,6	1.910,3	2.615,5	2.027,2	2.443,9	1,3
61 PRENDAS DE VESTIR, DE PUNTO	864,9	1.374,4	2.140,7	2.363,4	2.437,3	1,3
76 ALUMINIO Y SUS MANUFACTURAS	1.195,2	1.582,8	2.188,4	1.623,7	2.129,6	1,1
69 PRODUCTOS CERÁMICOS	2.269,1	2.431,6	2.617,9	2.000,8	2.086,0	1,1
74 COBRE Y SUS MANUFACTURAS	720,2	1.032,7	1.782,1	1.471,1	2.079,2	1,1
38 OTROS PRODUCTOS QUÍMICOS	851,9	1.205,5	1.570,6	1.431,8	1.981,8	1,1
20 CONSERVAS VERDURA O FRUTA; ZUMOS	1.317,1	1.571,4	1.898,2	1.874,8	1.965,9	1,1
64 CALZADO; SUS PARTES	2.056,4	1.760,0	1.921,7	1.871,1	1.956,3	1,1
03 PESCADOS, CRUSTÁCEOS, MOLUSCOS	1.434,5	1.661,3	1.809,5	1.741,0	1.930,4	1,0
94 MUEBLES, SILLAS, LÁMPARAS	2.203,3	2.126,1	2.278,5	1.859,5	1.860,1	1,0
32 TANINO; MATERIAS COLORANTES;	1.131,1	1.506,9	1.761,0	1.551,3	1.817,1	1,0
90 APARATOS ÓPTICOS, MEDIDA, MÉDICOS	1.287,2	1.569,3	1.635,7	1.454,8	1.676,5	0,9
71 PIEDRA, METAL. PRECIO.; JOYERÍA	469,0	399,2	465,6	722,2	1.676,0	0,9
89 BARCOS Y EMBARCACIONES	1.267,4	2.903,7	639,4	1.244,2	1.487,8	0,8
68 MANUFACTURAS DE PIEDRA, YESO	901,5	1.033,9	1.136,6	1.028,1	1.110,6	0,6
21 PREPARAC. ALIMENTICIAS DIVERSAS	465,1	634,8	1.026,1	1.011,2	1.053,9	0,6
70 VIDRIO Y SUS MANUFACTURAS	733,1	850,0	1.047,2	865,2	972,5	0,5
25 SAL, YESO, PIEDRAS S/ TRABAJAR	656,8	773,2	833,6	737,8	965,2	0,5
44 MADERA Y SUS MANUFACTURAS	730,4	927,6	1.119,7	910,3	942,8	0,5
83 MANUFACT. DIVERSAS DE METALES	672,5	832,8	991,5	812,6	933,3	0,5
04 LECHE, PRODUCTOS LÁCTEOS; HUEVOS	531,7	730,4	868,8	806,2	925,6	0,5
RESTO PRODUCTOS TARIC	14.000,8	15.423,0	17.654,6	15.692,0	18.351,5	9,9
<b>TOTAL</b>	<b>124.177,3</b>	<b>155.004,7</b>	<b>189.227,9</b>	<b>159.889,6</b>	<b>185.799,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

En términos reales, y según la Contabilidad Nacional, las exportaciones españolas de bienes se redujeron un 12,5% en 2009, mientras que en la UE la caída fue del 14,4%, y en 2010 crecieron un 13,6%, cinco décimas

porcentuales más que en la UE. Es decir, la evolución de las exportaciones desde el inicio de la crisis ha sido mejor en España que en el conjunto de la UE. Sin embargo, tanto las exportaciones españolas como las europeas se

Cuadro 3

**IMPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES POR SECTORES 2000-2010**

(Millones de euros y %)

	2000	2005	2008	2009	2010	% s/total en 2010
<b>1 ALIMENTOS</b>	<b>15.445,4</b>	<b>21.493,8</b>	<b>26.101,9</b>	<b>23.112,1</b>	<b>24.863,8</b>	<b>10,4</b>
11 CARNE	1.248,8	1.497,7	1.623,6	1.536,2	1.823,3	0,8
12 LÁCTEOS Y HUEVOS	1.081,9	1.511,0	1.972,3	1.749,6	1.814,6	0,8
13 PESCA	3.735,5	4.581,5	4.838,6	4.219,1	4.844,1	2,0
14 CEREALES	1.007,0	1.963,1	2.698,7	2.114,0	1.888,6	0,8
15 FRUTAS Y LEGUMBRES	1.876,5	2.807,4	3.342,1	2.956,0	3.209,3	1,3
16 AZÚCAR, CAFÉ Y CACAO	1.094,4	1.358,8	1.977,5	1.951,0	2.242,9	0,9
17 PREPARADOS ALIMENTICIOS	1.140,2	1.725,8	2.173,6	2.095,1	2.146,1	0,9
18 BEBIDAS	1.157,3	1.512,7	1.728,2	1.479,9	1.613,2	0,7
19 TABACOS	938,8	1.713,6	1.456,0	1.421,5	1.450,0	0,6
1A GRASAS Y ACEITES	385,7	838,3	1.203,6	1.036,5	1.227,3	0,5
1B SEMILLAS Y FRUTOS OLEAGINOSOS	811,8	854,8	1.487,6	1.191,8	1.294,3	0,5
1C PIENSOS ANIMALES	967,5	1.129,2	1.599,9	1.361,3	1.310,2	0,6
<b>2 PRODUCTOS ENERGETICOS</b>	<b>20.433,2</b>	<b>32.716,8</b>	<b>55.041,6</b>	<b>33.951,7</b>	<b>43.935,9</b>	<b>18,5</b>
21 CARBÓN	884,9	1.466,1	2.113,4	1.263,3	1.196,0	0,5
22 PETRÓLEO Y DERIVADOS	16.240,3	25.115,6	40.977,7	24.672,5	34.176,4	14,4
23 GAS	3.190,8	5.633,2	11.469,5	7.729,4	8.422,7	3,5
24 CORRIENTE ELÉCTRICA	117,2	501,9	480,9	286,5	140,8	0,1
<b>3 MATERIAS PRIMAS</b>	<b>5.651,7</b>	<b>7.352,5</b>	<b>9.883,9</b>	<b>6.133,3</b>	<b>8.988,3</b>	<b>3,8</b>
31 MAT. PRIMAS ANIMALES Y VEGETAL	2.793,1	2.844,8	3.120,9	2.164,5	2.831,8	1,2
32 MENAS Y MINERALES	2.858,7	4.507,7	6.763,0	3.968,8	6.156,6	2,6
<b>4 SEMIMANUFACTURAS</b>	<b>34.009,0</b>	<b>48.293,3</b>	<b>59.589,5</b>	<b>47.590,6</b>	<b>53.601,4</b>	<b>22,5</b>
41 METALES NO FERROSOS	2.437,3	3.104,5	4.282,9	2.310,9	3.188,2	1,3
42 HIERRO Y ACERO	4.822,7	7.757,4	10.369,4	5.131,0	6.894,7	2,9
43 PRODUCTOS QUÍMICOS	19.809,1	29.094,8	35.954,7	33.096,4	35.995,0	15,1
44 OTRAS SEMIMANUFACTURAS	6.939,8	8.336,6	8.982,5	7.052,3	7.523,5	3,2
<b>5 BIENES DE EQUIPO</b>	<b>44.971,5</b>	<b>57.159,8</b>	<b>64.576,4</b>	<b>42.621,9</b>	<b>47.545,1</b>	<b>20,0</b>
51 MAQ. ESPECÍFICA CIERTAS INDUST	12.671,5	15.891,0	16.336,3	10.919,0	11.706,3	4,9
52 EQUIPO OFICINA Y TELECOMUNIC.	12.737,9	14.033,3	20.272,5	10.894,1	12.822,1	5,4
53 MATERIAL TRANSPORTE	6.991,2	9.859,3	6.959,4	3.638,9	5.661,0	2,4
54 OTROS BIENES DE EQUIPO	12.570,9	17.376,2	21.008,1	17.169,8	17.355,6	7,3
<b>6 SECTOR AUTOMÓVIL</b>	<b>26.838,8</b>	<b>35.012,2</b>	<b>32.248,0</b>	<b>22.646,5</b>	<b>24.249,8</b>	<b>10,2</b>
61 AUTOMÓVILES Y MOTOS	12.892,4	19.810,7	16.341,1	10.159,4	9.804,7	4,1
62 COMPONENTES DEL AUTOMÓVIL	13.946,4	15.201,5	15.906,9	12.487,1	14.445,1	6,1
<b>7 BIENES DE CONSUMO DURADERO</b>	<b>4.705,8</b>	<b>7.179,7</b>	<b>7.997,7</b>	<b>6.598,0</b>	<b>7.990,4</b>	<b>3,4</b>
71 ELECTRODOMÉSTICOS	1.299,6	1.713,7	1.748,3	1.527,2	1.783,9	0,7
72 ELECTRÓNICA DE CONSUMO	1.633,8	2.538,5	2.685,5	2.384,7	2.966,7	1,2
73 MUEBLES	1.041,1	2.179,5	2.870,3	2.092,9	2.518,6	1,1
74 OTROS BIENES CONSUMO DURADERO	731,4	748,0	693,7	593,2	721,2	0,3
<b>8 MANUFACTURAS DE CONSUMO</b>	<b>15.802,6</b>	<b>22.301,4</b>	<b>26.758,2</b>	<b>22.716,6</b>	<b>25.717,3</b>	<b>10,8</b>
81 TEXTILES Y CONFECCIÓN	8.330,3	11.660,5	14.412,3	12.502,1	13.944,7	5,9
82 CALZADO	735,4	1.491,8	2.061,5	1.838,7	2.211,4	0,9
83 JUGUETES	1.252,4	1.671,2	2.207,4	1.683,3	1.956,3	0,8
84 ALFARERÍA	172,2	200,8	160,8	122,8	140,4	0,1
85 JOYERÍA Y RELOJES	838,7	1.040,5	1.181,3	884,7	1.071,5	0,5
86 CUERO Y MANUFACTURAS DEL CUERO	616,0	490,6	492,7	330,7	454,5	0,2
87 OTRAS MANUFACTURAS DE CONSUMO	3.857,6	5.745,9	6.242,0	5.354,4	5.938,4	2,5
<b>9 OTRAS MERCANCÍAS</b>	<b>1.610,0</b>	<b>1.445,0</b>	<b>1.190,5</b>	<b>745,4</b>	<b>1.189,5</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>169.468,1</b>	<b>232.954,5</b>	<b>283.387,8</b>	<b>206.116,2</b>	<b>238.081,6</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Cuadro 4

**ÍNDICES DE VENTAJA COMPARATIVA POR SECTORES**

(Déficit o superávit en % de la suma de las exportaciones e importaciones)

	2000	2005	2008	2009	2010
<b>1 ALIMENTOS</b>	<b>4,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>
11 CARNE	16,3	24,3	34,2	34,6	31,2
12 LÁCTEOS Y HUEVOS	-27,8	-32,0	-35,1	-33,6	-31,0
13 PESCA	-34,8	-37,8	-34,7	-31,0	-33,0
14 CEREALES	-50,5	-76,6	-64,4	-72,3	-64,1
15 FRUTAS Y LEGUMBRES	60,4	54,2	52,3	56,9	56,1
16 AZÚCAR, CAFÉ Y CACAO	-42,4	-38,7	-36,9	-36,4	-29,9
17 PREPARADOS ALIMENTICIOS	1,0	-7,3	-6,8	-5,8	-5,5
18 BEBIDAS	18,3	17,6	19,3	25,4	22,8
19 TABACOS	-73,6	-79,9	-71,7	-73,9	-71,2
1A GRASAS Y ACEITES	51,4	40,4	38,3	33,9	34,2
1B SEMILLAS Y FRUTOS OLEAGINOSOS	-93,1	-91,6	-87,4	-89,9	-89,5
1C PIENSOS ANIMALES	-60,3	-47,7	-45,1	-39,4	-28,7
<b>2 PRODUCTOS ENERGÉTICOS</b>	<b>-63,4</b>	<b>-65,8</b>	<b>-63,3</b>	<b>-64,8</b>	<b>-64,6</b>
21 CARBÓN	-81,5	-84,3	-72,6	-75,9	-69,1
22 PETRÓLEO Y DERIVADOS	-58,2	-61,6	-57,7	-58,0	-59,6
23 GAS	-95,9	-92,2	-97,1	-97,3	-95,6
24 CORRIENTE ELÉCTRICA	2,9	-9,2	29,7	18,4	44,4
<b>3 MATERIAS PRIMAS</b>	<b>-39,3</b>	<b>-43,5</b>	<b>-46,6</b>	<b>-32,4</b>	<b>-34,1</b>
31 MAT. PRIMAS ANIMALES Y VEGETAL	-33,5	-30,8	-22,7	-16,7	-15,6
32 MENAS Y MINERALES	-45,5	-52,9	-61,0	-42,8	-44,7
<b>4 SEMIMANUFACTURAS</b>	<b>-11,7</b>	<b>-12,1</b>	<b>-8,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,6</b>
41 METALES NO FERROSOS	-16,6	-12,0	-6,9	10,8	12,3
42 HIERRO Y ACERO	-10,3	-15,6	-3,4	5,8	5,4
43 PRODUCTOS QUÍMICOS	-21,0	-18,3	-17,2	-17,9	-11,8
44 OTRAS SEMIMANUFACTURAS	8,9	7,2	11,6	15,0	17,5
<b>5 BIENES DE EQUIPO</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,9</b>	<b>-24,9</b>	<b>-13,3</b>	<b>-12,0</b>
51 MAQ. ESPECÍFICA CIERTAS INDUST	-29,4	-33,1	-20,0	-9,3	-9,5
52 EQUIPO OFICINA Y TELECOMUNIC.	-48,6	-57,6	-78,1	-60,6	-60,3
53 MATERIAL TRANSPORTE	-2,4	2,2	16,9	35,3	23,1
54 OTROS BIENES DE EQUIPO	-16,0	-20,0	-14,6	-12,8	-5,7
<b>6 SECTOR AUTOMÓVIL</b>	<b>0,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>
61 AUTOMÓVILES Y MOTOS	19,2	0,6	13,1	31,0	34,7
62 COMPONENTES DEL AUTOMÓVIL	-26,8	-17,3	-18,6	-21,3	-19,5
<b>7 BIENES DE CONSUMO DURADERO</b>	<b>-4,2</b>	<b>-17,5</b>	<b>-21,6</b>	<b>-32,7</b>	<b>-38,1</b>
71 ELECTRODOMÉSTICOS	-7,0	-15,8	-31,3	-37,1	-37,2
72 ELECTRÓNICA DE CONSUMO	-16,2	-17,7	-11,3	-44,1	-49,6
73 MUEBLES	21,2	-18,2	-28,2	-22,3	-30,7
74 OTROS BIENES CONSUMO DURADERO	-26,9	-18,3	-17,0	-20,2	-25,1
<b>8 MANUFACTURAS DE CONSUMO</b>	<b>-10,8</b>	<b>-23,7</b>	<b>-26,1</b>	<b>-21,1</b>	<b>-23,3</b>
81 TEXTILES Y CONFECCIÓN	-18,4	-25,8	-27,0	-21,3	-22,5
82 CALZADO	47,3	8,2	-3,5	0,9	-6,1
83 JUGUETES	-30,5	-40,3	-49,4	-42,5	-47,5
84 ALFARERÍA	-1,3	-24,1	-21,7	-17,9	-21,6
85 JOYERÍA Y RELOJES	-33,5	-40,0	-37,8	-32,1	-26,2
86 CUERO Y MANUFACTURAS DEL CUERO	-2,8	-7,1	-1,7	3,7	-0,6
87 OTRAS MANUFACTURAS DE CONSUMO	-10,9	-25,7	-26,8	-24,5	-27,9
<b>9 OTRAS MERCANCÍAS</b>	<b>12,3</b>	<b>25,9</b>	<b>57,3</b>	<b>71,7</b>	<b>67,9</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-15,4</b>	<b>-20,1</b>	<b>-19,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-12,3</b>

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

han comportado peor que el conjunto de las mundiales (-11,4% en 2009 y 14,2% en 2010, según cifras del FMI), lo cual se explica por el peso en las exportaciones mundiales de las procedentes de las economías emergentes, que se comportan de forma mucho más dinámica que las de los países desarrollados (cuadro 5).

Esto significa que la cuota de mercado de las exportaciones españolas, en volumen sobre las mundiales, tiene que haber descendido menos que la cuota comunitaria. El problema es que las cifras de cuotas de

mercado de cada país se calculan sobre las exportaciones en términos nominales y en dólares, por lo que la evolución de las mismas a corto plazo está fuertemente determinada por la evolución relativa de los precios, que será diferente en función de la composición de las exportaciones de cada país, así como por la evolución del tipo de cambio. Por ello, las cuotas de mercado no son un indicador fiable a corto plazo de la evolución de la posición competitiva de cada país o área económica (cuadro 6), aunque sí pueden utilizarse como indicadores de su evolución a largo plazo.

Cuadro 5

**TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES EN TÉRMINOS REALES**

(En %)

	Mundo	Economías desarrolladas	UE-27	Economías emergentes	España	China
2000	12,2	11,7	10,7	14,0	10,1	26,6
2001	-0,3	-1,1	3,6	2,1	4,0	8,5
2002	3,9	2,8	2,2	7,1	3,7	21,7
2003	6,7	5,0	2,1	11,5	5,2	27,8
2004	10,8	9,6	7,9	14,1	5,1	28,6
2005	7,2	5,7	5,5	10,9	1,1	23,7
2006	8,7	8,7	9,4	8,9	6,6	20,8
2007	7,0	6,1	4,5	8,7	7,5	18,1
2008	2,7	1,9	1,1	4,1	-1,9	8,3
2009	-11,4	-13,6	-14,4	-7,8	-12,5	-10,7
2010	14,2	13,6	13,1	15,1	13,6	33,8

Fuente: FMI y Eurostat.

Cuadro 6

**CUOTAS DE MERCADO SOBRE LAS EXPORTACIONES MUNDIALES DE BIENES**

(En %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Estados Unidos	8,67	8,52	8,26	8,05	8,53	8,47
Brasil	1,14	1,14	1,16	1,24	1,24	1,34
Francia	4,45	4,12	4,03	3,86	3,91	3,45
Alemania	9,33	9,21	9,52	9,06	9,05	8,40
Irlanda	1,05	0,90	0,87	0,79	0,93	0,77
Italia	3,58	3,47	3,60	3,41	3,28	2,96
<b>España</b>	<b>1,85</b>	<b>1,78</b>	<b>1,82</b>	<b>1,77</b>	<b>1,84</b>	<b>1,63</b>
China	7,33	8,05	8,77	8,95	9,70	10,45
India	0,96	1,01	1,08	1,22	1,33	1,46
Japón	5,72	5,37	5,14	4,89	4,69	5,10

Fuente: Organización Mundial del Comercio.

Analizando la evolución del comercio exterior por sectores, según la clasificación del MITyC, el que menos sufrió el impacto de la crisis en 2009 fue el de alimentos, cuyas ventas al exterior sufrieron un retroceso del 4,8% en 2009, recuperándose en 2010 hasta alcanzar un nivel superior al de 2008 (cuadro 1).

Las categorías que han sufrido una caída más intensa en 2009, además de la energía, son las que componen el sector de bienes de consumo duradero, destacando especialmente la electrónica de consumo, que redujo sus ventas a menos de la mitad. También fue especialmente intensa la caída sufrida por los componentes del automóvil. En todos ellos, así como en el de automóviles, el nivel nominal de exportaciones en 2010 seguía siendo inferior al de 2008. En bienes de equipo, tampoco se ha recuperado el nivel previo a la crisis, pero sí en semimanufacturas. Los sectores que más han crecido en 2010 han sido las materias primas y otras manufacturas. No obstante, las semimanufacturas y los bienes de equipo, que, como ya se ha señalado, representan entre los dos casi la mitad de las ventas al exterior españolas, son los que más han aportado tanto a la caída de las exportaciones totales en 2009 como a su crecimiento en 2010. En los primeros meses de 2011 se mantenían estas mismas tendencias, aunque se observa una aceleración en las exportaciones de bienes de equipo.

Para conocer la evolución en términos reales de las exportaciones por grupos de bienes, podemos utilizar las cifras que ofrece el Ministerio de Economía, calculadas a partir de los índices de valor unitario, aunque la clasificación sectorial es diferente. Según ellas, las caídas más intensas en 2009 se produjeron en los bienes de capital e intermedios (en ambos casos en torno al 13%), los mismos grupos que impulsaron la recuperación en 2010 (con tasas de crecimiento en torno al 25%). Las exportaciones de bienes finales de consumo no alimenticio retrocedieron en ambos ejercicios. Cabe señalar que, entre enero y marzo de 2011, las exportaciones de bienes de capital han intensificado notablemente su ritmo de crecimiento, mientras que las de bienes intermedios se han ralentizado.

En cuanto a la evolución de las importaciones, todos los sectores y subsectores registraron caídas nominales importantes en 2009, y casi todos presentaron crecimientos positivos en 2010. No obstante, sólo los bienes de consumo duradero y otras manufacturas recuperaron en 2010 el mismo nivel nominal que en 2008. El único subsector importante que en 2010 ha seguido reduciendo sus importaciones es el de automóviles. Al igual que sucede con las exportaciones, los sectores que más intensamente han crecido en 2010 han sido las materias primas y otras manufacturas, pero los que más han aportado al incremento total de las

importaciones han sido, junto a los productos energéticos –debido, en buena medida, al encarecimiento de los mismos–, las semimanufacturas y bienes de equipo.

En términos reales, conforme a las cifras del Ministerio de Economía, en 2009 cayeron sobre todo las importaciones de productos intermedios y bienes de capital, y en 2010 fueron los primeros los que aumentaron con más intensidad sus importaciones, mientras que las compras de bienes de capital crecieron, pero a un ritmo moderado. En los primeros meses de 2011, siguen siendo los bienes intermedios los que presentan mayores tasas de crecimiento de sus importaciones, mientras que las de bienes de capital siguen siendo modestas. Con respecto a los bienes finales de consumo no alimenticio, las caídas iniciadas en 2009 se intensificaron en 2010 y continúan en los primeros meses de este año.

La evolución de las importaciones en cada categoría de bienes refleja la composición del crecimiento económico, que, como ya se sabe, procede de las exportaciones; de ahí que las importaciones que crecen sean las de productos intermedios, destinados a la fabricación de bienes para la exportación –lo que, por otra parte, es la manifestación del elevado contenido en importaciones de las exportaciones españolas–. La demanda interna de consumo, por su parte, sigue muy débil, lo que tiene su reflejo en el hecho de que las importaciones de este tipo de bienes sigan a la baja.

#### 4. Estructura geográfica del comercio exterior

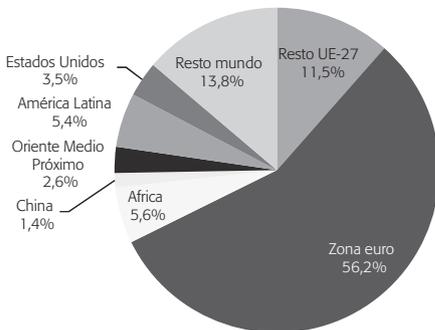
El principal destino de las exportaciones españolas es la zona euro, que en 2010 recibía el 56,2% de las mismas, un porcentaje algo inferior al obtenido en la primera mitad de la década de 2000, situado por encima del 60%. El total de la UE representa el 67,7% –frente a un 75% de unos años antes– y el conjunto de los países desarrollados un 78,2%. Las exportaciones a estas agrupaciones geográficas sufrieron un acusado retroceso en 2009, y, pese a la recuperación registrada en 2010, su nivel nominal sigue siendo inferior al anterior a la crisis. Por países, los principales clientes de España son, por este orden, Francia (18,3%), Alemania (10,5%), Portugal (8,9%) e Italia (8,8%) (gráfico 2). El grado de concentración geográfica de las exportaciones es muy elevado: los cuatro principales países de destino reciben casi el 50% del total.

Las exportaciones a China han sido las más dinámicas de la última década. Su volumen en términos nominales se ha multiplicado casi por cinco desde 2000, aunque

Gráfico 2

**DESTINO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR ÁREA GEOGRÁFICA**

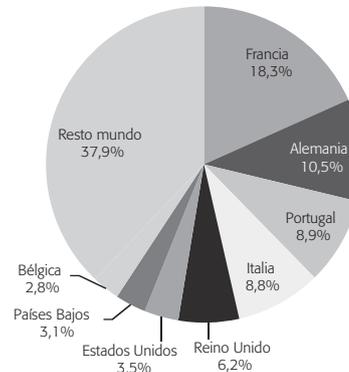
(% de las exportaciones totales, 2010)



Fuente: MITyC.

**DESTINO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR PAÍS**

(% de las exportaciones totales, 2010)



su cuota sobre las exportaciones españolas totales sigue siendo modesta: un 1,4% en 2010. Las ventas al país asiático apenas registraron un pequeño descenso en 2009, experimentando el año siguiente una intensa expansión que dejó su nivel nominal un 23% por encima del existente antes de la crisis.

África es otro destino que ha exhibido un notable dinamismo. Las ventas españolas a este continente se han más que duplicado desde 2000, y en 2010 representaban un 5,6% de las exportaciones totales. Casi el 75% de las ventas a este continente se dirigen al Magreb, sobre todo a Marruecos y Argelia. También en este caso, el nivel alcanzado en 2010 superó al anterior a la caída de 2009. Hacia América Latina se dirige el 5,4% de las exportaciones españolas, porcentaje ligeramente inferior al de diez años atrás. México y Brasil reciben el 50% de las exportaciones dirigidas a esta región. Los siguientes clientes en importancia, muy por detrás de los anteriores, son Venezuela y Argentina.

El grado de concentración de las importaciones es menos acusado que el de las exportaciones: son nueve los países de procedencia que, en 2010, conformaban el 50% del total, si bien hay que tener en cuenta el fuerte peso de los productos energéticos en la composición de las compras al exterior, que proceden de países fuera de la UE (gráfico 3). La principal área geográfica de origen es también la UE (54,6% en 2010) y los dos principales países de destino de las exportaciones españolas coinciden con los dos principales orígenes de

las importaciones: Francia y Alemania. Al igual que ocurre con las exportaciones, los países de mayor peso en las compras al exterior dentro del continente africano son los del Magreb, y, dentro de América Latina, Brasil y México.

España presenta déficit comercial con todas las áreas económicas (cuadro 7), y, además, esto ha sido una constante en la última década (sólo con América Latina se presentaba una ventaja comparativa a comienzos de la década pasada). En el comercio con China, por ejemplo, el índice de ventaja comparativa era del -75% en 2010, lo que significa que la mayor parte del comercio con este país son importaciones.

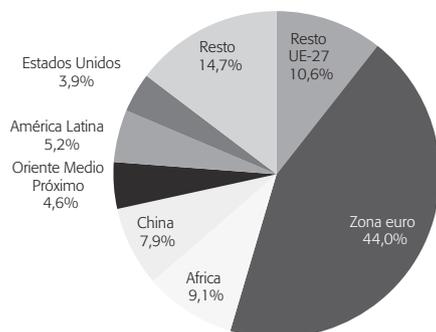
## 5. Recapitulación

Las exportaciones españolas se concentran en los grupos de semimanufacturas y bienes de equipo, que representan casi la mitad de las ventas totales al exterior. No obstante, no se puede decir que España esté especializada en los mismos, ya que el peso de estos sectores en las exportaciones totales no es superior al que tienen de media en la UE. Además, tampoco existe una ventaja comparativa en los mismos, puesto que semimanufacturas y bienes de equipo son también los principales sectores de las importaciones, hasta el punto de que el saldo comercial en los mismos es deficitario. Es en los sectores de alimentos y automóviles donde España está especializada, y, al mismo tiempo, donde disfruta de ventaja comparativa.

Gráfico 3

ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES ESPAÑOLAS  
POR ÁREA GEOGRÁFICA

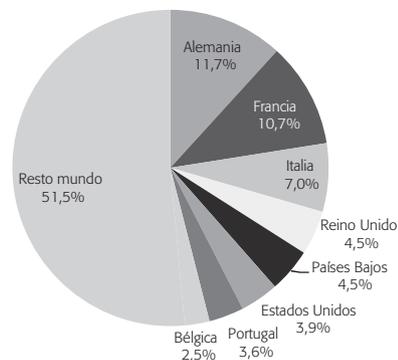
(% de las importaciones totales, 2010)



Fuente: MITyC.

ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES ESPAÑOLAS  
POR PAÍS

(% de las importaciones totales, 2010)



Cuadro 7

## ÍNDICES DE VENTAJA COMPARATIVA DEL COMERCIO EXTERIOR ESPAÑOL POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

(Déficit o superávit en % de la suma de las exportaciones e importaciones)

	2000	2005	2008	2009	2010
Total Mundo	-15,4	-20,1	-19,9	-12,6	-12,3
ZonaEuro	-9,6	-12,9	-9,8	-2,9	-0,2
UE-27	-9,6	-12,0	-9,1	-3,9	-1,6
África	-50,1	-45,7	-44,6	-28,1	-34,9
China	-79,0	-76,9	-81,0	-75,8	-75,4
América Latina	5,0	-16,6	-21,1	-12,0	-10,4
Estados Unidos	-18,3	-7,9	-19,9	-19,4	-17,8

Fuente: MITyC.

En cualquier caso, las semimanufacturas y los bienes de equipo son los grupos en los que se han concentrado las caídas tanto de las importaciones como de las exportaciones en 2009, así como los sectores impulsores de los crecimientos experimentados por ambas en 2010. La concentración tanto de las ventas como de las compras al exterior en estos dos sectores pone de manifiesto el fuerte carácter intraindustrial del comercio exterior español –algo común a todos los países desarrollados– consistente en buena medida en la importación de productos intermedios y bienes de equipo, destinados a la fabricación de otros productos intermedios y bienes de equipo para la exportación.

De ahí la elevada elasticidad de las importaciones españolas con respecto a las exportaciones (ver

recuadro gráfico), que, unido al relativamente reducido peso de las exportaciones españolas sobre el PIB, impide que la aportación del sector exterior al crecimiento sea más intensa, pese al dinamismo mostrado por estas últimas. Para mejorar la capacidad de arrastre de las exportaciones sobre el conjunto de la economía, es imprescindible aumentar el tamaño del sector exportador. Pero, también es importante diversificar los mercados de destino de estas exportaciones, aumentando el peso de las economías emergentes, ya que la elevada concentración en la UE hace que el crecimiento de las ventas al exterior sea excesivamente dependiente del comportamiento de la demanda interna de estos países, cuyo crecimiento es menos intenso que el de otras áreas económicas.

## RECUADRO GRÁFICO

### Determinantes de las importaciones y exportaciones

Para estudiar los determinantes de las exportaciones e importaciones de bienes se han estimado sendos modelos, utilizando datos anuales desde 1980 hasta 2010. En un primer paso se estiman las ecuaciones sobre las variables en niveles, y se analiza la existencia de relaciones de cointegración con el objeto de capturar las relaciones de largo plazo entre las mismas. En un segundo paso se estima un modelo de corrección de errores, con las variables en diferencias, para representar las relaciones a corto plazo. Todas las variables están expresadas en logaritmos. Los resultados son, en general, comparables a los obtenidos en otros trabajos (entre los más recientes: Allard *et. al.* (2005); García *et. al.* (2009); Martínez-Mongay y Maza (2009)).

#### 1. Exportaciones

En la ecuación de exportaciones, la variable a explicar son las exportaciones de bienes a precios constantes, obtenidas de la Contabilidad Nacional (*EXP*), siendo las variables explicativas las siguientes: el tipo de cambio efectivo real de España frente a los países desarrollados, calculado con el índice de precios industriales (*TCER*), como medida de competitividad precio; el crecimiento medio de las importaciones de bienes de los países de destino de las exportaciones españolas, ponderado por el peso de cada uno en el total de las exportaciones nacionales, como medida del crecimiento del mercado exterior (*MDOEXT*); la demanda nacional real, representada por el agregado correspondiente de la Contabilidad Nacional, para contrastar si las empresas españolas dirigen sus productos hacia los mercados exteriores en mayor o menor medida según el mercado interior sea menos o más dinámico (*MDOINT*). También se incluye como variable explicativa las exportaciones retrasadas un periodo para recoger el comportamiento inercial de las mismas.

$$\Delta EXP = -0,75 \Delta TCER + 1,48 \Delta MDOEXT - 1,06 \Delta MDOINT + 0,35 \Delta EXP_{-1} - 0,39 MCE_{-1} \quad (1.1)$$

(-4,01)
(7,81)
(3,56)
(4,08)
(-3,54)

Siendo *MCE*:

$$EXP = 5,7 - 1,51 TCER + 1,31 MDOEXT + MCE \quad (1.2)$$

(5,15)
(-6,58)
(47,7)

$$R^2=0,74; \quad SE=0,034; \quad DW=1,88$$

El modelo de corrección de error representado en 1.1 expresa las relaciones a corto plazo entre las variables, mientras que 1.2, representa las de largo plazo. Como se puede observar en esta última, la elasticidad de las exportaciones a largo plazo con respecto a la competitividad-precio es bastante elevada, -1,51, mientras que la elasticidad con respecto a la demanda exterior es de 1,31. El crecimiento del mercado interior no es significativo como determinante del comportamiento de las exportaciones a largo plazo, pero a corto ejerce una influencia destacable, con una elasticidad ligeramente superior a la unidad (-1,06).

#### 2. Importaciones

La variable a explicar en la ecuación de importaciones son las de bienes a precios constantes, obtenidas de la Contabilidad Nacional (*IMP*). Las variables explicativas son: los precios relativos de las importaciones, calculados como el deflactor de las importaciones de bienes con respecto al IPRI (*PRI*), de modo que un incremento de este índice supone una pérdida de competitividad de las importaciones (y, por tanto, una ganancia de competitividad de la producción interna); la demanda nacional a precios constantes, representada por el agregado correspondiente de la Contabilidad Nacional (*MDOINT*); y las exportaciones de bienes a precios constantes (*EXP*) para capturar el impacto derivado del elevado contenido en importaciones de los bienes exportados por España.

$$\Delta IMP = -0,03 + 2,21 \Delta MDOINT + 0,52 \Delta EXP - 0,50 \Delta PRI - 0,49 MCE_{-1} \quad (2.1)$$

(-6,57)
(23,56)
(8,60)
(-7,56)
(-9,66)

Siendo  $MCE$ :

$$IMP = 0,97 MDOINT + 0,53 EXP - 0,82 PRI + MCE \quad (2.2)$$

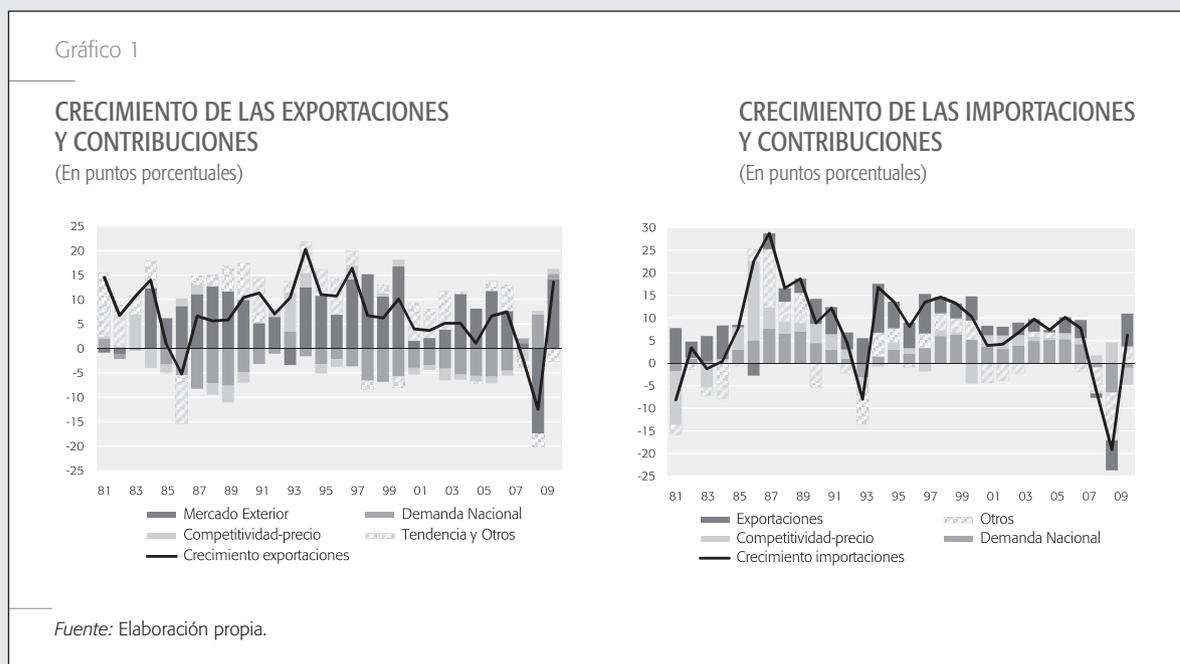
(11,24)                      (9,13)                      (-12,70)

$$R^2=0,98; \quad SE=0,014; \quad DW=1,96$$

El modelo de corrección de error recogido en 2.1 representa las relaciones a corto plazo, mientras que el modelo 2.2 expresa las a largo plazo. La elasticidad-precio es de -0,82, y la elasticidad-renta es de 0,97. Las exportaciones también son significativas, tanto a corto como a largo plazo, con una elasticidad de 0,53.

### 3. Aportaciones de cada variable al crecimiento de las exportaciones e importaciones

El gráfico 1 recoge, a partir de las ecuaciones calculadas en los apartados anteriores, la aportación a la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones de cada una de las variables explicativas en cada año. La demanda nacional ha ejercido un efecto reductor notable sobre la tasa de crecimiento de las exportaciones durante casi todo el periodo considerado, aunque, obviamente, la variable que, a corto plazo, más influye sobre la variación de estas es el crecimiento de la demanda exterior.



Asimismo, la variable que más influye sobre el crecimiento a corto plazo de las importaciones es el crecimiento de la demanda nacional, pero la evolución de las exportaciones también tiene un peso considerable, lo que pone de manifiesto la importancia del mencionado efecto derivado del elevado contenido en importaciones de los productos vendidos al exterior, y explica el relativamente elevado crecimiento de las importaciones en 2010, a pesar de la aportación negativa de la demanda nacional y de la mejora de la competitividad-precio.

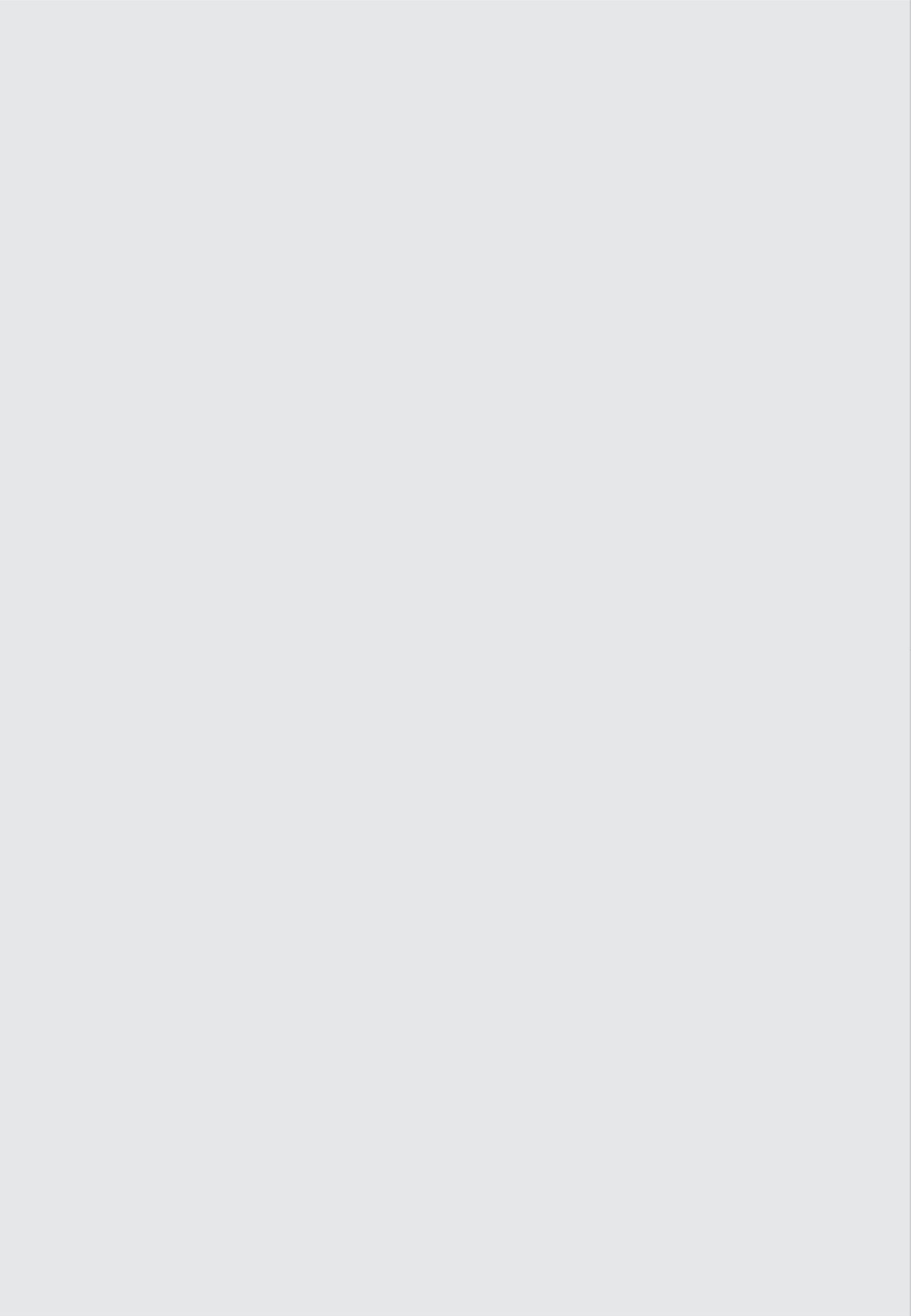
Este último factor, la evolución de los precios relativos, impulsó notablemente el crecimiento de las exportaciones en 1983 y 1993, como consecuencia de las devaluaciones de la peseta, y además, dicha mejora de la competitividad-precio ejerció simultáneamente un importante efecto restrictivo sobre las importaciones, favoreciendo por ambas vías la mejora del saldo de la balanza comercial. A partir sobre todo de 2001, la aportación de esta variable ha sido permanentemente negativa sobre las exportaciones y positiva sobre las importaciones. Aunque la magnitud de dicha aportación no es, a corto plazo, muy elevada en comparación con otras variables, su efecto sobre el volumen total de las exportaciones e importaciones se ha ido acumulando a lo largo de dicha serie de años –así, el impacto a largo plazo es mucho más significativo, como se desprende de las ecuaciones 1.2 y 2.2–.

## Referencias bibliográficas

ALLARD, C., *et. al.* (2005), *France, Germany, Italy and Spain: Explaining Differences in External Sector Performance Among Large Euro Area Countries*, IMF Country Report N.º 05/401.

GARCÍA, C., GORDO, E. Y TELLO, P. (2009), *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos ocasionales, N.º 0905, Banco de España.

MARTÍNEZ-MONGAY, C. Y MAZA, L. A. (2009), *Competitiveness and Growth in EMU: The Role of the External Sector in the Adjustment of the Spanish Economy*, European Economy Economic Papers, N.º 355/January 2009, Comisión Europea.



# Mercado y política de vivienda en España en 2011

Julio Rodríguez López\*

## 1. Introducción

En el mercado de vivienda de 2011 han dejado de ejercer una influencia estimulante los estímulos fiscales presentes en 2010. En el primer trimestre de 2011 se ha reducido el impacto negativo de la construcción residencial sobre el crecimiento de la economía. La política de vivienda requiere de una reconsideración del papel de los instrumentos más destacados de la misma. En los tres apartados siguientes se comenta la situación del mercado de la vivienda en el primer semestre de 2011, así como la incidencia de la evolución de la construcción y de la inversión en vivienda sobre la actividad productiva y, por último, se repasa la evolución de la política de vivienda.

## 2. El mercado de vivienda en España en el primer semestre de 2011. Una aproximación

La crisis financiera iniciada en el verano de 2007 ha ejercido una profunda influencia sobre la actuación de la economía española en los tres años siguientes. A la desaceleración del crecimiento experimentada en 2008 (0,9%), le sucedió una caída del PIB del -3,7% en 2009, a la que siguió un débil retroceso en 2010 (-0,1%). El comportamiento del empleo ha sido más negativo que el del PIB, según las estadísticas del INE (gráfico 1).

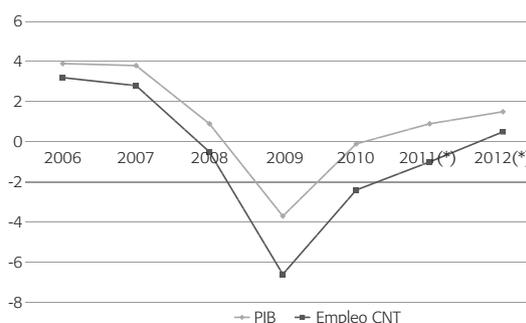
\* Doctor en CC. Económicas, vocal del Consejo Superior de Estadística y del CES de la Comunidad de Madrid. Fue presidente del Banco Hipotecario de España y de Caja Granada.

Entre el primer trimestre de 2008 y el mismo periodo de 2011, el empleo descendió en España en casi 2,1 millones de empleos, equivalentes al -10,9%. En el mismo periodo de tiempo, el empleo en la construcción retrocedió en un -58,1%, correspondiente a 1.049.100 puestos de trabajo. La construcción ha explicado en solitario el 52,1% del descenso total sufrido por el empleo desde el inicio de la crisis. Dicha proporción debe de aproximarse al 60% por la pérdida de puestos de trabajo inducida sobre otras actividades productivas.

El elevado déficit exterior alcanzado en la fase expansiva previa implicó un fuerte aumento del endeudamiento exterior privado de España, asociado, en gran parte, con la financiación del auge inmobiliario experimentado entre 1997 y 2007. El auge coincidió con una importante expansión del crédito inmobiliario y con los reducidos tipos de interés posteriores al ingreso de España en la Unión

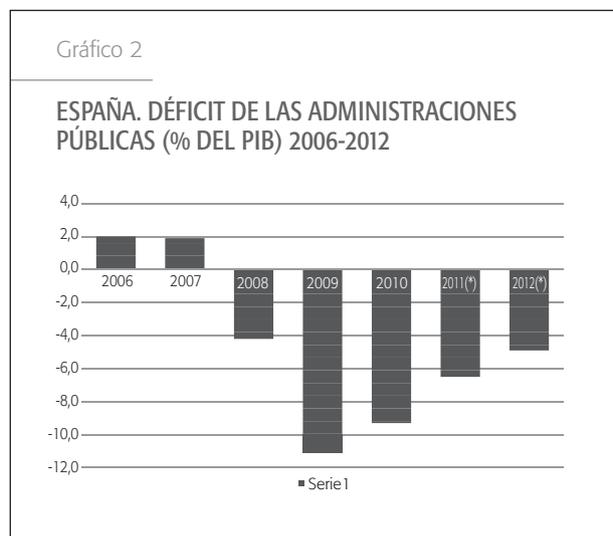
Gráfico 1

ESPAÑA: PIB Y EMPLEO. TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO, 2006-2012 (PREVISIONES PARA 2011-12) (%)



Económica y Monetaria. Las entidades de crédito recurrieron ampliamente a la financiación mayorista en los mercados de capitales, lo que explica una parte importante de la actual deuda exterior privada de España.

La corrección de la política económica desde mayo de 2010 ha contribuido a reducir el déficit público, que fue del -9,3% en 2010 (gráfico 2). Dicha magnitud puede descender en 2011 hasta el -6,5%, según las previsiones incluidas en el Programa de Estabilidad 2011-14 del Ministerio de Economía y Hacienda.

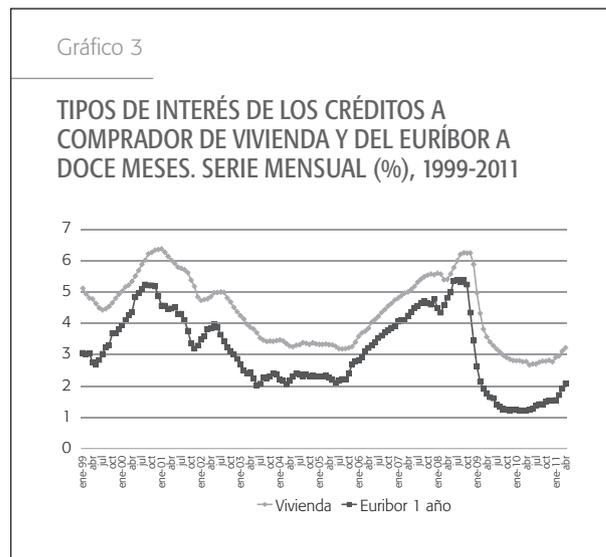


En el primer trimestre de 2011, el PIB de la economía española creció en 0,2 puntos porcentuales sobre el último trimestre de 2010, mientras que la variación interanual sobre el primer trimestre de 2010 fue del 0,8%. Volvió a destacar la caída interanual del sector de la construcción, que descendió en un -10,2% sobre el mismo periodo de 2010 por el lado de la demanda.

Desde el inicio en 2007 de la recesión del mercado de la vivienda, destacó el significativo descenso de la demanda. Dicho descenso, impulsado sobre todo por el acusado racionamiento de crédito, por la fuerte caída del empleo y por los altos precios de las viviendas al final de la fase de auge, provocó una caída importante de las ventas de viviendas entre 2007 y 2009, que se recuperaron en 2010. La menor demanda ha estado acompañada por un retroceso moderado de los precios de las viviendas. El ajuste ha descansado en el retroceso de la nueva oferta, a la vista del fuerte descenso de las viviendas iniciadas, que se prolongó en 2010.

Como ya se ha indicado, el retroceso de la demanda estuvo sobre todo impulsado en el inicio de la crisis por la intensa restricción crediticia, derivada de la crisis de liquidez experimentada por las entidades de crédito entre

2007 y 2008. Los tipos de interés de los préstamos a comprador, indicados en la mayor parte de los casos con el euríbor a doce meses, crecieron entre 2005 y 2008, aumentando el diferencial practicado con el euríbor a doce meses en la fase inicial de la crisis. Entre 2009 y 2010 los tipos cayeron, ante la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo. Así, en mayo de 2010 el tipo medio de los préstamos a comprador de vivienda fue el 2,67% (gráfico 3).

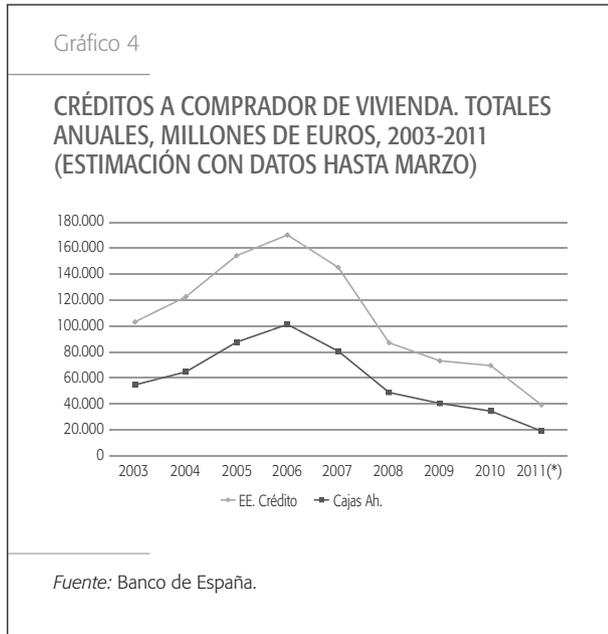


En el primer semestre de 2011 los tipos de interés han registrado una continuada y suave elevación, situándose el tipo medio a comprador en el 3,22% en abril de 2011, inferior a la tasa de inflación de la economía española (3,8%). Los bajos tipos de interés de 2010 y los todavía reducidos de 2011 no han modificado el perfil bajista del mercado de vivienda. La disponibilidad crediticia es la variable relevante de dicho mercado. Las entidades de crédito se han convertido, además, en importantes vendedores de viviendas en España. La financiación crediticia a comprador de vivienda aportada por dichas entidades se ha destinado sobre todo a los adquirentes de las viviendas puestas a la venta por las mismas.

Las viviendas ofrecidas por bancos y cajas de ahorros proceden de las obtenidas por dichas entidades como consecuencia de las abundantes daciones en pago realizadas por los promotores inmobiliarios. A esto se unen las obtenidas tras los procesos de subasta subsiguientes a los préstamos fallidos a comprador de vivienda.

Según la Encuesta de Préstamos del Banco de España, tras cuatro años consecutivos de retrocesos de los nuevos préstamos a comprador de vivienda (2007-2010), dicha magnitud descendió en un -43,7% en el primer trimestre de 2011 respecto del mismo periodo del año precedente

(gráfico 4). El menor volumen de concesiones de nuevos préstamos se deriva de la selectiva oferta crediticia de las entidades de crédito y del retroceso de la demanda realizada por los compradores de vivienda.



El descenso del empleo en el primer trimestre de 2011 (-1,4% sobre el mismo periodo de 2010) no estimula la demanda de vivienda en el presente ejercicio. El ritmo de creación de nuevos hogares se ha desacelerado de forma sustancial, pasándose desde una variación neta de 536.600 hogares en 2005 hasta los 131.300 de 2010. Dicha evolución pone en cuestión la frecuente afirmación de que en España se crean todos los años unos 300.000 hogares. Una cosa es la potencialidad demográfica de creación de nuevos hogares y otra la creación efectiva, ligada a la generación de empleos.

El descenso de los precios de venta de las viviendas, los bajos tipos de interés y la actualización moderada de los salarios nominales implicaron una mejora de la accesibilidad a la vivienda en 2010 y primeros meses de 2011. La relativa flexibilización en la concesión de nuevos préstamos, junto a los estímulos fiscales introducidos en 2010 (elevación del IVA desde el 7% al 8% desde uno de julio de 2010 y eliminación parcial de la desgravación a la compra de viviendas a partir de uno de enero de 2011) permitieron que en 2010 creciese el total de compraventas registradas de viviendas, tras cuatro años consecutivos de descenso de dicha magnitud (gráfico 5).

El aumento de las compraventas en 2010 fue del 6,8%. El aumento de las compraventas de viviendas usadas (12,4%) superó al de las viviendas nuevas (1,8%). En la estadística de transmisiones inmobiliarias, procedente



de los notarios, el aumento interanual citado fue del 5,9% en 2010, resultante de un descenso del -17,1% en las ventas de viviendas nuevas y un crecimiento del 30,8% en las viviendas usadas. Es posible que el proceso que va desde la dación en pago hasta la venta de la vivienda por parte de la entidad de crédito al comprador dé lugar a que la vivienda de nueva construcción aparezca como usada.

En el primer trimestre de 2011, las compraventas registradas aumentaron en un 6,2% sobre el mismo periodo de 2010. El impacto de las mayores ventas producidas a fines de 2010 por la eliminación de la desgravación por compra de vivienda pudo afectar hasta las compraventas registradas en febrero. El descenso interanual de las compraventas en marzo de 2011 puede ser indicio de debilidad del mercado. No parece que el mercado de vivienda presente en 2011 un potencial de demanda superior al del pasado ejercicio.

Los precios de las viviendas descendieron en el primer trimestre de 2011 en un -4,7% sobre el mismo periodo de 2010, según el Ministerio de Fomento. El retroceso de los precios reales de la vivienda ha sido más acusado en el primer trimestre de 2011, ante el aumento medio interanual sufrido en el periodo enero-abril por el índice de precios de consumo (3,6%). El descenso acumulado de los precios nominales de la vivienda entre el primer trimestre de 2008 y el mismo periodo de 2011 ha sido del -15,4%. Según los precios publicados por Tinsa, primera empresa tasadora de España por cuota de mercado, dicho descenso acumulado entre el punto más elevado (diciembre de 2007) y abril de 2011 ha sido del 19,8%.

El precio medio de las tasaciones realizadas en el primer trimestre de 2011 fue de 1.777,6 euros por metro cuadrado (gráfico 6). El valor de la vivienda de 90 metros

cuadrados en 2010, 164.295 euros, equivalió a 7,3 salarios medios anuales. Dicha proporción es inferior a los nueve salarios medios anuales correspondientes a 2007, pero en 2011 todavía supera a la de 1997 (4,3). A pesar de los descensos sufridos entre 2007 y 2011, los precios de las viviendas en España resultan todavía relativamente elevados en relación con los niveles salariales medios, en especial con relación a los de los hogares de nueva creación.



Desde el inicio de la crisis, el ajuste del mercado de vivienda en España ha descansado en la fuerte caída de la nueva oferta. Los retrocesos sufridos por las viviendas iniciadas y terminadas han sido espectaculares (gráfico 7). Las viviendas iniciadas, estimadas a partir de los visados de dirección de obra de los Colegios de Aparejadores, han disminuido desde el nivel máximo de 865.600, alcanzado en 2006, hasta 91.700 en 2010, por lo que las viviendas terminadas continuarán descendiendo hasta 2012.



El prolongado periodo (2004-2010) durante el cual las viviendas terminadas anuales superaron a las ventas de viviendas de nueva construcción (gráfico 8) explica la formación de un importante stock de viviendas terminadas y no vendidas. El nivel alcanzado por dicho stock a finales de 2010 oscilaba entre 700.000 y 1.100.000 viviendas, equivalentes al 3,5% del parque de España. Las diferentes estimaciones del "stock aparente" dependen de si se considera o no como vendidas a toda la autopromoción (cooperativas, autopromotores individuales y comunidades de propietarios).



En el primer trimestre de de 2011, los visados de dirección de obra volvieron a descender en un -7,4% sobre el mismo periodo del pasado ejercicio, tras cuatro años de continuados retrocesos. Las viviendas terminadas han descendido en el mismo periodo de 2011 (-36,8%). En 2011, las ventas de viviendas de nueva construcción pueden superar a las terminadas, por lo que, de mantenerse los ritmos del primer trimestre de 2011 en todo el año, el stock aparente de viviendas terminadas y no vendidas podría descender entre 64.000 y 100.000 viviendas. El carácter local de los mercados de vivienda puede hacer compatible la realidad de un elevado stock no vendido, con la conveniencia de que se construyan nuevas viviendas en otros puntos del territorio.

### 3. El impacto de la evolución de la vivienda sobre la economía española

El sector de la construcción se caracteriza, entre otros aspectos, por presentar unas fluctuaciones cíclicas más acentuadas que el resto de la economía. Dicho sector

ejerce un intenso efecto de arrastre, hacia atrás y hacia delante, sobre otras actividades productivas. Dicho sector "tira" sobre todo de la industria de transformación y vende a actividades inmobiliarias, de saneamiento y a los servicios de educación. En España la construcción realiza un uso intensivo de mano de obra, 1,3 millones de empleos (afiliación a la Seguridad Social) en 1997, 2,6 en 2007 y 1,4 en 2011. En la construcción destaca la notable dependencia de la financiación externa, por la prolongada maduración de sus producciones, y ello en todos los subsectores integrantes.

Por otra parte, en la construcción se distinguen tres subsectores bien definidos: edificación residencial (vivienda), edificación no residencial y obra civil. Llama la atención el menor peso que tiene en España la rehabilitación de viviendas y edificios en la construcción residencial frente al resto de Europa occidental.

La participación de la construcción en España resulta superior a la que tiene en la eurozona, tanto en el PIB (10,8% en 2009 frente a 6,3% en la Eurozona) como en el empleo (10,4% de los ocupados en 2009 frente a 7,5% en dicha área económica), y ello en una etapa de clara recesión del sector como la actual.

Entre 1997 y 2007, etapa de auge del mercado de vivienda en España, la construcción residencial creció a un ritmo medio anual del 7,7%, mientras que el PIB lo hizo en un 3,8%. En 1997 el subsector de la construcción residencial suponía el 4,7% del PIB, por el lado de la demanda, mientras que en 2007 dicha participación había llegado a ser del 9,2%. En la fase de recesión, la inversión en vivienda ha descendido entre 2007 y 2010 a un ritmo medio anual del -17,3%, mientras que el PIB lo hizo en solo un -1%. En 2010, la participación de dicha magnitud en el PIB ha retornado al nivel existente al inicio de la fase cíclica de auge, el 4,7% del PIB. Entre 2007 y 2010 la construcción de viviendas detrajo un promedio anual de 1,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en España, proporción que ha resultado decisiva en la evolución reciente de la economía española.

Entre 2008 y 2010, el subsector de la vivienda retrocedió más que el conjunto del sector de la construcción, y ello por el buen comportamiento de la construcción no residencial en la primera fase de la crisis. El ajuste a la baja de la inversión pública, derivado de la política de ajuste introducida en 2010, explica que en el primer trimestre de 2011 el retroceso interanual de la construcción no residencial haya sido superior al de la inversión en vivienda (gráfico 9).

El parque de viviendas familiares de España ascendió a unos 25,5 millones en 2010 (20,9 millones en el



Censo de Viviendas de 2001), por encima de los 17,3 millones de hogares existentes a fines del mismo año, lo que implica una proporción elevada de viviendas por hogar (1,47). El peso del crédito inmobiliario (promotor, constructor y comprador) en el saldo vivo de crédito al sector privado de las entidades de crédito (bancos cajas y cooperativas de crédito) pasó desde el 39,9% a 31 de diciembre de 1997 hasta el 60,4% en la misma fecha de 2007, retrocediendo solo ligeramente hasta el 59,5% en 2010. El saldo vivo de crédito inmobiliario, a 31 de diciembre de 2010, equivalió al 102,4% del PIB de la economía española de 2010.

#### 4. La política de vivienda en 2011

Las previsiones para 2011 son de un valor medio de la vivienda de 90 metros cuadrados construidos de 161.009 euros, de un salario medio mensual de 1.913 euros/mes (22.950 euros al año) y de un tipo de interés medio del 3,25% TAE para los préstamos a comprador de vivienda. La vivienda media cuesta 7,02 salarios medios anuales. Pero los hogares de nueva creación tienen unos ingresos inferiores al salario medio y, además, en las áreas metropolitanas los precios de venta de la vivienda son superiores a la media de España.

El menor esfuerzo relativo medio de acceso de 2011 (32,7% de la renta familiar) respecto de 2007 (51,2%) no implica que los hogares de nueva creación puedan hacer frente a las cuotas del préstamo con menos de la tercera parte de los ingresos familiares. La política de vivienda resulta, pues, necesaria en España para conseguir que el esfuerzo de acceso a la vivienda no sea necesariamente

excesivo. En 2011, resulta mayor la oferta de alquiler, precedente sobre todo de las viviendas adquiridas con fines de inversión en la pasada fase de auge.

Los instrumentos de política de vivienda se pueden agrupar en España en los cinco componentes correspondientes a la vivienda protegida, la fiscalidad, la regulación de los alquileres, el urbanismo y la financiación crediticia. La política de vivienda resulta más compleja en países con tres niveles de administraciones públicas, como es ahora el caso de España.

La vivienda protegida ha supuesto en 2008-10 alrededor del 10% de las ventas de viviendas y el 20% de las viviendas iniciadas. El sistema descansa en los convenios entre la Administración Central y los gobiernos autónomos y las entidades de crédito. Las comunidades autónomas ejecutan la política de viviendas protegidas. En 2011 está vigente el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012, pero la restricción crediticia está afectando a dicho Plan plurianual. Las viviendas protegidas de nueva construcción iniciadas y adquiridas resultan inferiores a los objetivos fijados en el plan. Sin embargo, la ayuda directa a los inquilinos (renta básica de emancipación) ha alcanzado un nivel importante de implantación.

En 2011, se pretende que la construcción residencial vuelva a actuar de motor del crecimiento. En ese sentido, la Disposición Adicional 29ª del Real Decreto-Ley 5/2011, BOE de 6.5.2011, ha reforzado la deducción fiscal por obras de mejora (rehabilitación). Según dicha nueva normativa, desgravarán los contribuyentes con base imponible no superior a 71.007,2 euros anuales. Se podrá deducir hasta el 20% (10% hasta ahora) de las cantidades satisfechas por obras realizadas en cualquier vivienda de propiedad del contribuyente. Antes de entrar en vigor dicha norma, solo deducían las obras en la vivienda principal.

Desde 2008, la política de vivienda en España parece concentrarse en la reducción del *stock* de viviendas de nueva construcción terminadas y no vendidas. Para que cualquier tipo de política tenga unos resultados positivos resulta imprescindible clarificar que se pretende lograr con la misma. Y en el caso de la política de vivienda, considerada parte integrante de las prestaciones sociales, dicho objetivo no puede dejar de ser el de lograr que el acceso a la vivienda implique un esfuerzo razonable, en especial para los hogares más desfavorecidos. Sobre todo, porque con demasiada frecuencia dicho objetivo no se consigue con el simple funcionamiento del mercado de vivienda.

# Novedades básicas en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

Valentí Pich\*

## 1. Introducción

El Impuesto sobre la Renta es el tributo más importante de nuestro sistema tributario por varios motivos: primero por lo que recauda, casi el 42% de los ingresos no financieros, cuatro veces más que el Impuesto sobre Sociedades y un 37% más que el otro gran tributo, el IVA; y segundo, por el número de ciudadanos a los que afecta, para lo que sirve decir que en este año se presentarán más de 19 millones de liquidaciones, de las cuales más de cuatro millones y medio serán conjuntas, existiendo además muchos contribuyentes que no tienen que presentar declaración.

Las líneas maestras de las modificaciones se pasan a enumerar a continuación tanto las aprobadas en 2010 como las que nos afectan en 2011. El cambio de año suele venir acompañado de bastantes modificaciones tributarias y 2010 no es una excepción. Sea por Bruselas, porque se han advertido fallos en nuestra normativa, por modificaciones contables como el año pasado o por la crisis, los contribuyentes tienen que aclararse de qué pasa, ya que es frecuente que la prensa lleve varios meses informando de lo que aún no ha sucedido, y los profesionales han de sentarse en su mesa con el BOE o/y asistir a alguna jornada en la que les ayuden a leer y a interpretar de urgencia las nuevas normas.

Es la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión del Mercado Inmobiliario, que además de regular el régimen

especial de estos vehículos de inversión, introduce variadas modificaciones en distintos tributos, consecuencia de su azaroso trámite parlamentario. También veremos el contenido tributario de la Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado 2010, que en esta ocasión contiene medidas diferentes de las habituales y de bastante calado. Asimismo se modifica el sistema de financiación de las comunidades autónomas a través de la Ley Orgánica 3/2009 y la Ley 22/2009.

Por lo que respecta a normas reglamentarias, haré referencia al Real Decreto 2004/2009 que modifica las retenciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas para 2010 y el Reglamento de Aplicación de los Tributos, así como al Real Decreto 1/2010 que introduce cambios en diversas normas reglamentarias y, en especial, también en el mencionado Reglamento de Aplicación de los Tributos.

Finalmente indicaré las modificaciones para el año 2011.

## 2. Novedades

Una de ellas es la práctica supresión de la deducción de 400 euros de la que disfrutaban en 2008 y 2009 los perceptores de rentas del trabajo y de actividades económicas. Con ello, se pretende recuperar unos 5.700 millones de euros de recaudación. Si en su momento se dijo que la implantación de la deducción fue la mayor rebaja del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, ahora tenemos que decir lo contrario, habiéndose hecho patente esta afirmación al ver las nóminas de enero de este año en las que las pequeñas actualizaciones por IPC no han

\* Presidente del Consejo General de Colegios de Economistas.

alcanzado a contrarrestar el incremento de retención que trae causa el recorte de la deducción.

Siguen conservando los 400 euros los contribuyentes con bases imponibles de hasta 8.000 euros, aunque las bases muy pequeñas no los aprovechan por falta de cuota, siendo la deducción proporcionalmente decreciente entre 8.000 y 12.000 euros de base, de tal forma que una persona con base imponible de 9.000 euros tendrá una deducción de 300, si tiene base de 10.000, la deducción será de 200 y si es de 11.000 euros, sólo le corresponderá deducirse 100 por este concepto.

Otro incremento de calado en este Impuesto es la subida de tipos a la base del ahorro, la formada por intereses, dividendos o ganancias patrimoniales que se hayan originado en transmisiones. Hasta 2009, se gravaba a un tipo fijo del 18%, y en 2010 tributa al 19% por los primeros 6.000 euros y al 21% por el exceso sobre dicha cifra. Con esta subida, según ha confirmado el Ejecutivo, se pretende incrementar la recaudación en 800 millones de euros.

En concordancia con lo anterior, se incrementan las retenciones sobre los rendimientos del capital mobiliario y sobre las ganancias de transmisiones de participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), a la vez que se aprovecha para incrementar la retención sobre arrendamiento de inmuebles, premios o rendimientos procedentes de la propiedad intelectual, industrial o el arrendamiento de muebles negocios o minas.

También se limita la aplicación del régimen fiscal especial de "impatriados" por contrato de trabajo, conocido como *Ley Beckham*, de tal forma que sólo podrán optar a la tributación como no residentes aquellos cuyas retribuciones previsibles no superen los 600.000 euros. No obstante, los contribuyentes que hayan optado por el régimen antes de 2010 pueden seguir, hasta agotar el plazo mencionado, con el régimen especial. Esta ventaja consiste en la opción de tributar a un tipo fijo del 24 por 100, en lugar de hacerlo al tipo marginal máximo.

Dejan de tributar los premios obtenidos de loterías, apuestas y sorteos organizados por organismos públicos o entidades que ejerzan actividades de carácter social sin ánimo de lucro establecidas en otros Estados miembros de la UE, en virtud de lo establecido en la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 6 de enero de 2009, Asunto C-153/08.

Hasta enero de 2009, sólo quedaban exentos los premios obtenidos de las distintas administraciones españolas, estatales o autonómicas, ONCE y Cruz Roja Española.

Se establece una nueva retribución en especie que no constituye renta, consistente en la cuantía satisfecha por el empleador a las empresas de transporte colectivo de viajeros para que se desplacen los trabajadores de su domicilio al lugar de trabajo, con un máximo anual de 1.500 euros. Tendrán validez a estos efectos, las fórmulas indirectas de pago que cumplan requisitos reglamentarios. Los requisitos de este incentivo fiscal se han regulado en el año 2011, siendo esta norma la que establecerá el procedimiento a llevar a cabo por la empresa y por los trabajadores que deseen acogerse a esta exención.

El lado positivo de las reformas se encuentra en la reducción del 20% de los rendimientos netos de actividades económicas para empresarios y profesionales con menos de cinco millones de euros de cifra de negocios y menos de 25 empleados. La reducción puede aplicarse en cada uno de los ejercicios 2009, 2010 y 2011 independientemente, siempre que la plantilla media de uno de ellos sea, como mínimo, de un empleado e iguale o supere a la plantilla media de 2008, como así ha quedado dicho por la Dirección General de Tributos. Los requisitos se aplican a todas las actividades que desarrolle el empresario o profesional. Esta medida, junto con la rebaja de tipos en el Impuesto sobre Sociedades para micropyme, se prevé que reste una recaudación de 700 millones de euros.

Asimismo, con efectos ya de 2009, se integrarán en la base imponible del ahorro (antes se gravaban a tarifa) los intereses del capital mobiliario percibidos de préstamos a entidades vinculadas, siempre que correspondan a importes prestados que no superen tres veces la parte proporcional de los fondos propios que correspondan al porcentaje de participación de la persona física. Cuando la relación de vinculación no se establezca por la condición de socio, se hará el cálculo como si el porcentaje de participación fuese de un 5%. Sigue existiendo una excepción especial para personas vinculadas a una entidad de crédito, por la que los intereses percibidos de las mismas no se considerarán provenientes de entidades vinculadas cuando hubieran sido ofertados a otros colectivos en condiciones similares, integrándose en este caso en su totalidad en la renta del ahorro.

Respecto a exenciones, se aumenta de 20 a 45 días por año trabajado el importe de la renta exenta en indemnizaciones originadas por despido en un ERE, con efectos para despidos de ERE aprobados a partir de 8 de marzo de 2009 con un máximo de 42 mensualidades, igualándolas por lo tanto a las de cualquier despido improcedente.

Por otra parte, al modificarse el sistema de financiación de las comunidades autónomas, en este Impuesto sobre

la Renta de las Personas Físicas, además de incrementar el porcentaje de cesión, que pasará a ser del 50%, también se aumenta la capacidad normativa de las comunidades: en mínimos personales y familiares, pudiendo establecer incrementos o disminuciones de hasta un 10% respecto a los importes regulados por el Estado por defecto, en la tarifa autonómica, debiendo regularla sin cortapisa alguna, excepto la que sea progresiva, pero sin tener que conservar el mismo número de tramos que la estatal. En deducciones que, además de, como hasta ahora, poder establecerlas por circunstancias personales y familiares, inversiones no empresariales y aplicación de renta, podrán también implantarlas por subvenciones y ayudas públicas no exentas percibidas de la autonomía, excepto las que afecten a actividades económicas o a rentas de la base del ahorro; y por último, se suprime el límite para regular la parte autonómica de la deducción por adquisición de vivienda habitual que ahora, por defecto, es del 7,5%.

En cuanto a normas reglamentarias nuevas en este tributo, cabe resaltar la que afecta al cálculo de retenciones que, además de recoger los nuevos porcentajes del 19% que fijó la norma legal, vienen a introducir algunos cambios en el cálculo del porcentaje de retención de las rentas del trabajo para adaptarlo a la supresión de la deducción de 400 euros y cálculo de los pagos fraccionados por el mismo motivo.

En el capítulo de deducciones, la novedad más importante la constituye la deducción por obras de mejora en la vivienda habitual, beneficio fiscal instaurado transitoriamente –respecto a las cantidades satisfechas desde el 14 de abril de 2010 hasta el 31 de diciembre de 2012– por obras que mejoren la eficiencia energética, la estanqueidad o la higiene, por la sustitución de instalaciones de agua, electricidad o gas, o por las de mejora del acceso para discapacitados, tanto en la vivienda habitual como en los elementos comunes de las fincas donde se ubiquen las viviendas, si bien la base de deducción viene limitada, en el mejor de los casos, a 4.000 euros al año y a 12.000 euros por cada vivienda en todos los años. Esta deducción sólo se aplica plenamente para contribuyentes con bases imponibles inferiores a 33.007 euros, reduciéndose de manera paulatina hasta bases de 53.007 euros, sin que opere a partir de dicha cuantía.

Enlazando con las novedades de 2011, hay que decir que esta deducción por obras de mejora en la vivienda se ha visto modificada en todos sus parámetros, excepto en el ámbito temporal de aplicación. Así el porcentaje de deducción pasa del 10 al 20%; las obras susceptibles de beneficiarse fiscalmente no serán solo las ejecutadas en la vivienda habitual, sino también las realizadas en viviendas alquiladas o en otras residencias; el límite de base

deducible anual pasa a ser de 6.750 euros y el límite por vivienda de 20.000 euros; y, finalmente, va a poder utilizarse por contribuyentes con bases imponibles de hasta 71.007 euros.

Siguiendo con los cambios para este año 2011, se puede destacar la nueva limitación, que convivirá con la existente para opciones sobre acciones, de 300.000 euros como rendimiento del trabajo máximo susceptible de reducirse en un 40% por irregularidad.

Asimismo, ya se ha desarrollado reglamentariamente la tarjeta transporte como nuevo instrumento para que las empresas satisfagan, sin coste fiscal para los empleados, el transporte público de estos desde su domicilio hasta el lugar de trabajo y viceversa.

En rendimientos del capital inmobiliario, se incrementa para el propietario que alquila vivienda la reducción del rendimiento neto del 50 al 60%, mientras que para aplicar la reducción total cuando el inquilino es joven, la edad de éste deberá estar entre 18 y 30 años, en lugar de entre 18 y 35 años.

Los perceptores de rendimientos de actividades económicas, por un lado, podrán beneficiarse de la libertad de amortización de los elementos afectos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias que se pongan a su disposición desde 1 de enero de 2011 a 31 de diciembre de 2015, sin que ello quede condicionado al mantenimiento de empleo –como ocurre con la libertad de amortización aplicable en 2009-2010–, aunque dicha amortización se limita al rendimiento neto positivo de la actividad a la que se afecta el elemento. Por otro lado, afecta a empresarios y profesionales personas físicas la modificación en el umbral para aplicar los beneficios fiscales de las empresas de reducida dimensión que sube de 8 a 10 millones de euros y la prórroga del régimen, por otros tres años, cuando se supere el mencionado importe neto de la cifra de negocios si existe una trayectoria anterior de PYME.

En 2011 se modifica la tarifa estatal añadiendo dos nuevos tramos a partir de 120.000 y 175.000 euros a los que se le aplica uno y dos puntos porcentuales más, respectivamente. Esto, unido a que algunas comunidades autónomas también han subido su tarifa autonómica, hace que el marginal máximo de nuestro Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas se dispare en algunos territorios hasta el 48 ó 49%. En concreto, usando dicha capacidad ya han aprobado tarifas con tipos más elevados para rentas superiores a 80.000, 90.000 ó 100.000 euros Andalucía, Principado de Asturias o Cataluña, Baleares, Cantabria, Extremadura y la Región de Murcia.

La consecuencia de la subida de los tipos marginales, según datos del periódico Cinco Días del día 18 de mayo de 2010, "por cada punto que se incrementa el tipo máximo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas se incrementa la recaudación en 562 millones de euros". Los contribuyentes afectados pueden ser unos 750.000, el 4% de las liquidaciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, teniendo en cuenta que se presentan más de 18 millones de declaraciones. Son los contribuyentes con rentas superiores a 60.000 euros, por lo tanto a los que se le aplica el tipo del 43% —a partir de base liquidable de 53.400 euros—. Esos contribuyentes ya aportan cerca del 40% de la recaudación

Pero quizás la novedad que pueda afectar a un mayor número de contribuyentes en el largo plazo, es la operada en la deducción por adquisición de vivienda, beneficio que se mantendrá, únicamente, para bases imponibles inferiores a 17.707 euros, será decreciente hasta bases de 24.107 euros y desaparece totalmente para rentas superiores. Sin embargo, los adquirentes de vivienda o los que hayan satisfecho cantidades para su construcción antes de 2011 conservarán el incentivo conforme a la normativa anterior.

Para terminar, la deducción por alquiler se modifica mínimamente para equiparar sus límites de base imponible a los nuevos de la deducción por adquisición de vivienda.

En cuanto al ámbito autonómico, aunque desde 2002 las diferencias en el Impuesto sobre la Renta aplicable en cada comunidad autónoma se han ido haciendo cada vez más evidentes, el nuevo sistema de financiación de las comunidades, aplicable ya en 2010, ha traído aparejada para ellas una nueva capacidad normativa, como ya ha quedado dicho anteriormente, pero que, sin embargo, hasta 2011 las comunidades no han tenido tiempo material de desarrollar.

Si en años anteriores contemplamos un sinnúmero de deducciones propias de cada territorio, en general sin de-

masiada repercusión cuantitativa por estar circunscritas a determinados colectivos o limitadas a contribuyentes con rentas bajas, en 2011 ya vemos como tres autonomías han rebajado un poco la tarifa, del 0,25 al 1% entre todos los tramos, que se aplicaba por defecto en 2010, mientras que otras cinco han subido los tipos para bases altas. Esto, unido a que el Estado ha añadido dos nuevos tramos, provoca que en 2011 los contribuyentes con rentas elevadas puedan pagar desde un marginal del 44,9% hasta el 49%, dependiendo de su residencia.

En mínimos personales y familiares sólo Madrid ha utilizado su capacidad para incrementar un 10% los del tercer y cuarto hijos y, en el tramo autonómico de la deducción de vivienda, que ha quedado solo para bases imponibles inferiores a 33.007 euros, únicamente Cataluña ha modificado su porcentaje, aunque en otras comunidades se apliquen deducciones propias que, por ejemplo en el caso de Madrid, llega a ser del 4,95% para los que no puedan utilizar la deducción estatal.

En definitiva, en relación a este aspecto de la fiscalidad y por la corresponsabilidad fiscal en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, como ya sucede en toda su crudeza con el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, podemos decir que existe un solo Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, pero con muchas y diferentes adaptaciones territoriales. Esas diferencias se van ahondando y complican cada vez más el impuesto sin darle tiempo a contribuyentes, asesores y jurisprudencia a digerir los cambios.

Como ha venido poniendo en evidencia el Registro de Economistas Asesores Fiscales del Consejo General de Colegios de Economistas de España, este Impuesto está muy consolidado en nuestro sistema fiscal, hay que recordar que apareció hace más de treinta años y a penas se ha modificado su estructura. No obstante, como el mito de Sísifo, cada cierto tiempo se pretende simplificar el Impuesto para inmediatamente después volver a complicarlo.

# ¿Es realmente viable una rebaja del IRPF para estimular el crecimiento económico en España?

Victorio Valle\*

José Félix Sanz\*\*

Desiderio Romero\*\*\*

La salida de España de la crisis está siendo muy lenta. Las últimas previsiones de *FUNCAS* apuntan a que el crecimiento del PIB en 2011 será del 0,8%, lejos del 1,3% previsto en los Presupuestos Generales de Estado. En este contexto, una de las ideas recurrentes que se esgrimen con frecuencia para estimular de forma efectiva el bajo crecimiento económico es una reducción del IRPF como medio para aumentar la renta disponible de las familias, el consumo y la producción nacional.

Merece la pena detenerse a analizar cuidadosamente esta sugerencia, sin duda atractiva, para los más de veinte millones de contribuyentes que, precisamente en estas fechas, se afanan en cumplimentar su declaración de renta y en practicar, con notable desgana, el correspondiente ingreso en las arcas del Tesoro. Sobre esta cuestión, seis aspectos merecen ser destacados:

1. El efecto impulsor de la reducción impositiva depende crucialmente del comportamiento que se siga en el gasto público, tanto en su nivel agregado como en su composición.

Una reducción del IRPF, manteniendo los gastos públicos constantes, puede ser muy estimulante, pero podría inducir en el corto plazo un tramo adicional al déficit público, incompatible con las exigencias que impone la pertenencia a la UEM.

Si se reducen también los gastos públicos, el efecto de una rebaja impositiva se vería fuertemente mermado

\* *FUNCAS*.

\*\* *UCM*.

\*\*\* *URJC*.

y, bajo ciertos supuestos, incluso podría tener un efecto global contractivo. A esto habría que añadir la dificultad intrínseca de seguir avanzando en la reducción del gasto, puesto que, aunque se han iniciado reducciones en ciertas partidas con impacto en el corto plazo –retribuciones públicas e inversión–, quedan aún pendientes las reformas estructurales fundamentales: el cambio en profundidad de la organización administrativa –y política– del Estado y la gestión eficiente de los recursos. Reformas que, en todo caso, son fáciles de enunciar y prometer pero políticamente costosas y difíciles de ejecutar.

2. La utilización de las reducciones impositivas como forma de estimular la economía, son más efectivas en etapas de crecimiento, ya de por sí intenso, que en fases de atonía. Cuando la economía va creciendo, la relación gasto público/PIB disminuye y las necesidades impositivas se reducen en términos relativos, lo que permite devolver impuestos a los ciudadanos sin daños para el equilibrio presupuestario, al menos en el corto plazo. La experiencia española en los años previos a la crisis así lo certifica.

Por el contrario, si la economía está decreciendo o estancada, la reducción de impuestos puede suponer, dependiendo de cómo se instrumente, un problema adicional de déficit sin mejoras sensibles en la situación económica. La reducción de 400 euros practicada en los ejercicios 2008 y 2009 en el IRPF, tan criticada en su instauración como en su supresión, no puede decirse que haya aportado resultados brillantes al crecimiento y, sin duda, contribuyó a elevar los ya de por sí elevados déficit de esos ejercicios.

3. La abundante evidencia empírica desarrollada en los últimos años sugiere que la reducción de impuestos, in-

cluso acompañada de minoración de gastos públicos, permite reequilibrar la relación entre sector público y sector privado. A tenor de estas evidencias, podría inducirse que el sector público en España ha crecido mucho en la etapa de gobierno socialista y que reponer el papel rector de la economía privada, aunque no condujera directamente a un crecimiento más intenso, elevaría la confianza de los ciudadanos y, por tanto, generaría finalmente un crecimiento más sólido y mejor gestionado que el que se derivaría de un papel preponderante del Estado, autonomías y municipios, que muchos ven con gran desconfianza.

4. En Economía, a un nivel teórico, hay muchas relaciones posibles con un sentido de causalidad claro, pero es indispensable valorar la dimensión cuantitativa de los efectos previsibles. En el tema que nos ocupa, no parece rechazable la idea de que una reducción de impuestos generará un aumento del consumo y de la renta; el problema es determinar cuánto habrá que reducir los impuestos para que sus efectos sobre la producción y la renta sean perceptibles.

Sin ánimo de presentar en estas páginas un cálculo preciso, que requeriría la utilización de un modelo completo –y complejo– de la economía española, podemos hacer una primera valoración de este tema utilizando la clásica expresión del multiplicador de una variación impositiva, en una economía abierta y a corto plazo:

$$\Delta Y = -\frac{c}{1-c(1-t)+m} \Delta T \quad [1]$$

Donde  $Y$  es la renta familiar bruta disponible (antes del IRPF),  $c$  es la propensión marginal al consumo de los hogares,  $t$  es el tipo marginal medio ponderado del IRPF,  $m$  es la propensión marginal a la importación y  $T$  el componente autónomo (no dependiente de la renta) de la imposición personal.

El problema de partida es obviamente asignar valores razonables a los parámetros de la anterior expresión. Los que utilizamos en este trabajo son:

- $c = 0,8$  Valor de la propensión marginal al consumo, sobre el que existe cierta coincidencia entre los analistas.
- $t = 0,2958$  Este valor se ha obtenido utilizando el simulador del Impuesto sobre la Renta de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCA-Sim), a partir de microdatos tributarios para la realidad fiscal española.
- $m = 0,3$  Se han promediado los valores de diferentes estudios recientes.

Por tanto, sustituyendo en [1] tendríamos

$$\Delta Y = -\frac{0,8}{1-0,8(1-0,2958)+0,3} \Delta T$$

$$\Delta Y = -1,0861 \Delta T$$

Imaginemos ahora que pretendemos incrementar el PIB en 2,5 puntos, tasa de crecimiento a partir de la cual se estima que la economía española comenzaría a crear empleo neto. La cuestión a resolver es ¿cuánto tendría que reducirse la recaudación del IRPF para contribuir a dicho logro?

Teniendo en cuenta que 2,5 puntos de PIB en España, en la actualidad supondrían unos 27.500 millones de euros, la reducción impositiva requerida sería:

$$\Delta T = -\frac{27.500}{1-0,861} = -25.320 \text{ millones de } \text{€}$$

Lo que aproximadamente supone un 35 % de la recaudación del IRPF prevista para este año. Una pérdida tributaria a todas luces excesivamente costosas, que acentuaría el déficit de forma absolutamente inabordable, teniendo en cuenta la posición de partida.

5. Si para identificar la robustez de las cifras precedentes, abordamos esta misma cuantificación a través del tradicional multiplicador keynesiano de los componentes autónomos de la demanda:

$$Y = \frac{1}{1-c(1-t)+m} [Co + I + GP + X - Mo] = \frac{1}{1-c(1-t)+m} G$$

donde  $G$  representa la totalidad de los gastos autónomos del sistema (consumo autónomo, inversión, gasto público e importaciones independientes del nivel de producción).

En la situación de partida, el nivel de equilibrio de la renta sería:

$$Y_0 = \frac{1}{1-0,8(1-0,2985)+0,3} G = \frac{1}{0,7366} G$$

¿Cuál sería el valor del tipo marginal de imposición sobre la renta que conduciría a un valor de  $Y$  que superase en 2,5 por cien el nivel inicial  $Y_0$ ?

$$Y_1 = \frac{1}{1-0,8(1-t)+0,3} G = \frac{1}{0,5+0,8t} G$$

La condición es que:

$$\frac{Y_1}{Y_0} = 1,025, \text{ es decir, } \frac{0,7366}{0,5+0,8t} = 1,025$$

resolviendo:

$$t = 0,2733$$

Para obtener el resultado propuesto, sería necesario bajar en 2,25 puntos el tipo marginal medio ponderado del IRPF, lo que supone una pérdida recaudatoria de unos 24.750 millones de euros, cifra muy próxima a la obtenida en el planteamiento anterior e igualmente difícil de implementar.

Conviene aclarar que el parámetro impositivo considerado,  $t$ , responde a una estructura lineal y simplificada y, por tanto, su magnitud debe identificarse como un valor umbral mínimo de variación. Su valor exacto dependerá, en cada país, tanto del grado de progresividad con que se diseñe el impuesto, como del modo en que se distribuya la renta bruta de los hogares a lo largo de la tarifa impositiva. En los cálculos ofrecidos, también se ha asumido que en el País Vasco y Navarra se ha seguido un comportamiento fiscal similar al de las comunidades de Territorio Común. Asimismo, debe tenerse en cuenta que, en el cómputo del tipo marginal medio ponderado, se han utilizado las bases imponibles sometidas a gravamen en el IRPF de Territorio Común, cantidad que no coincide con las magnitudes económicas convencionales (PIB, Renta Disponibles Familiar etc.). Para obviar este inconveniente, se ha supuesto que las bases fiscales varían en la misma cantidad absoluta que el PIB, es decir, que los elementos diferenciales permanecen constantes.

6. Si ajustásemos los cálculos precedentes a la realidad española, las opciones de reforma del IRPF para reducir la recaudación en un 35% serían infinitas. La razón de este amplio menú de posibilidades de reforma se debe a que los cálculos del multiplicador se fundamentan en los tipos marginales de gravamen y la recaudación del impuesto depende del tipo medio, mientras que la relación entre tipo medio y marginal –elasticidad de la recaudación a la base liquidable– viene determinada, como hemos comentado anteriormente, tanto por la progresividad formal del impuesto como por la forma en que se distribuyen las rentas gravables a lo largo de la tarifa del impuesto. Dicho esto, la rebaja impositiva de 35% podría obtenerse de muchas maneras modificando mínimos, tarifa y deducciones. Obviamente, las opciones de reforma son múltiples si combinamos modificaciones sobre esos tres elementos del impuesto. Por ello, con el propósito de poner cifras que nos orienten sobre la magnitud de los cambios que deberían implementarse en la estructura del IRPF, se han simulado, utilizando *FUNCA-Sim*, varias alternativas de reforma sobre el mínimo por contribuyente y la tarifa del impuesto. A efectos exclusivamente ilustrativos, y sin ánimo de ser exhaustivos, una rebaja equivalente al 35% de la recaudación del impuesto podría obtenerse implementando algunas de las siguientes propuestas:

- (i) Aplicando una rebaja lineal de 5,5 puntos porcentuales sobre todos los tramos de la tarifa, tanto estatal como autonómica.
- (ii) Aumentando el mínimo del contribuyente desde los 5.150 euros actuales hasta 14.000 euros.
- (iii) Combinando una rebaja lineal de 3 puntos sobre todos los tramos de la tarifa, tanto estatal como autonómica, con un aumento del mínimo exento desde 5.150 euros hasta 10.000 euros.

Estas cifras ponen claramente de manifiesto la severa reducción de parámetros fiscales que exigiría una reducción del IRPF suficiente como para incrementar el PIB en una magnitud generadora de empleo neto. No obstante, debe señalarse que el incremento del consumo que se derivaría de un eventual aumento de la renta disponible de los hogares, aportaría un aumento de recaudación por impuestos indirectos (IVA e impuestos especiales), lo que supondría cierta recuperación de recaudación impositiva (el 9,7% del coste recaudatorio de la reforma de IRPF se recuperaría vía impuestos indirectos). Asimismo, teniendo en cuenta que la literatura existente parece confirmar una elasticidad negativa de las bases imponibles declaradas por IRPF respecto al tipo marginal, es previsible que las propuestas de reforma precedentes indujesen en el medio plazo un incremento adicional de recaudación por IRPF, lo que podría hacerlas, si cabe, más verosímiles<sup>1</sup>.

## Conclusión

Esta nota aporta una primera valoración cuantitativa de los posibles efectos de una reducción del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas en España, como instrumento de estímulo del crecimiento.

Con valores convencionales de los parámetros de la economía española, los resultados encontrados muestran

<sup>1</sup> En concreto, las reformas (i) y (ii) inducirían un incremento autónomo de recaudación en el medio plazo no despreciable, si tenemos en cuenta el rango disponible en la literatura de elasticidades *base liquidable-tipo marginal* para España. Sin embargo, la propuesta (ii) no generaría ganancias de recaudación en el largo plazo por tratarse de una propuesta que no modificaría los tipos marginales. Este efecto de la propuesta (ii) se debe a que la reforma de IRPF que entró en vigor en enero de 2007 (Ley 35/2006) convirtió los mínimos vitales en deducciones en cuota en lugar de mínimos genuinos que reducen base imponible. En consecuencia, la propuesta de reducir exclusivamente los mínimos personales, tal y como se diseñaron a partir de 2007, no reduciría el tipo marginal y, por tanto, no existiría recuperación de recaudación por esta vía.

Tabla 1

**RECAUDACIÓN DE IMPUESTOS INDIRECTOS INDUCIDA POR LA REFORMA**

1	P.I.B. pm en 2011	1,1 billones de euros
2	Renta disponible adicional resultado de la reforma	25.320.000.000 euros
3	Incremento del consumo de los hogares si la propensión marginal (pmc) al consumo es de 0,80	20.256.000.000 euros
4	Tipo medio ponderado impuestos indirectos <sup>(1)</sup>	12,13%
5	Recaudación adicional de impuestos indirectos con una pmc de 0,80 (en euros)	2.457.052.800 euros
6	Recaudación esperada de impuestos indirectos en 2011 procedente del sector hogares	72.772.000.000 euros
7	Recaudación adicional de impuestos indirectos con una pmc de 0,80 sobre recaudación prevista en 2011	3,376%
8	Recaudación adicional de IVA en términos del coste recaudatorio de IRPF	9,704%

<sup>(1)</sup> Esimado con *SINDIEF*.

que la reducción fiscal necesaria para estimular de forma sensible el crecimiento y generar empleo, es complicada por su elevado coste. No obstante, la recuperación de recaudación vía impuestos indirectos y vía efectos incentivo inducidos sobre las bases liquidables declaradas, refleja que ese coste podría ser, al menos parcialmente, absorbido. Por

otro lado, también se ha evidenciado que el efecto esperado de reformas con igual coste recaudatorio depende de los cambios específicos que se realicen sobre la estructura del impuesto. Es decir, dos reformas con igual coste recaudatorio directo pueden tener efectos muy dispares sobre el coste global de la reforma en el medio y largo plazo.

# Explosividad de la Deuda Pública. Un comentario

Reyes Navarro\*

Como fuente de ingresos, el endeudamiento público, y más específicamente la emisión de deuda pública, constituye el recurso del Estado más importante después de la imposición. Desde una perspectiva jurídica, la deuda pública puede definirse como un contrato de préstamo voluntario de los particulares al Estado que se materializa en títulos públicos. Se trata de un ingreso público de carácter voluntario, porque, a diferencia de los impuestos, que constituyen un ingreso coactivo del Estado, los particulares no están obligados a suscribir los títulos de deuda pública. Estos títulos han de concebirse, en rigor, como un activo financiero más de entre los disponibles para los particulares, que les garantiza el derecho a la devolución del principal y al cobro de unos intereses.

En este sentido, nos proponemos realizar un breve análisis de las condiciones de explosividad de la deuda pública, tema de gran actualidad e importancia al hallarse en la base de la discusión de si el endeudamiento público de los países puede generar un sistema insostenible. La confusión que existe sobre el término “explosividad de la deuda pública” nos ha estimulado a intentar aclarar cuando la deuda pública de un país es técnicamente explosiva, ya que habitualmente se tiende a asimilar su explosividad con el crecimiento. Sin embargo, se trata de cuestiones diferentes. La tasa de endeudamiento público de un país, se dice que entra en una senda explosiva cuando, aún en el supuesto de que dicho país no genere déficit primarios adicionales, la cuantía de los intereses es de tal naturaleza que la tasa de endeudamiento va creciendo. Como veremos el punto clave es la divergencia

entre el tipo de interés que devenga la deuda y la tasa de crecimiento de la economía.

Domar (1944)<sup>1</sup> demostró que cuando el tipo de interés sobre la deuda es mayor que la tasa de crecimiento de la economía, la ratio deuda-producto interior bruto crece permanentemente alejándose de una posición de equilibrio.

La sostenibilidad de la deuda pública y el control del déficit han sido en los últimos tiempos un objetivo prioritario de la política presupuestaria de los países de la OCDE y la Unión Europea, como atestigua el hecho de que una de las condiciones establecidas en el *Tratado de Maastrich* para formar parte de la Unión Económica y Monetaria fue la de que el endeudamiento público no debía exceder del 60 por 100 del PIB y el déficit del 3 por 100.

En el análisis de la sostenibilidad e insostenibilidad de la deuda ha de partirse de la noción de que, en cualquier país, el volumen total de deuda pública existente en un año determinado ( $E_t$ ) es igual a la suma de la que tenía en el año anterior ( $E_{t-1}$ ) y del déficit público generado en dicho año ( $D_t$ ). En términos algebraicos, esta noción básica puede representarse mediante la expresión:  $E_t = E_{t-1} + D_t$ . Al mismo tiempo, si el déficit total del período  $t$  se descompone en sus dos componentes, los intereses a pagar por la deuda viva ( $iE_{t-1}$ ) y el déficit primario  $D_{pt}$  (diferencia entre gastos e ingresos públicos no financieros, excluidos los intereses), la expresión anterior se transforma en:  $E_t = E_{t-1} + [iE_{t-1} + D_{pt}]$ .

<sup>1</sup> Domar, E.D. (1944): “The Burden of the Debt and the National Income”. *American Economic Review*, vol. 34, pp. 798-827.

\* Departamento de Economía Aplicada. UNED.

Dividiendo a continuación los dos lados de esta última expresión por el PIB del año t, se obtiene:

$$\frac{E_t}{PIB_t} = \frac{E_{t-1}}{PIB_t} + \frac{iE_{t-1}}{PIB_t} + \frac{Dp_t}{PIB_t}$$

Nueva expresión que a su vez ha de homogeneizarse, sustituyendo en el primer y segundo sumando de su lado derecho  $PIB_t$  por su equivalente  $PIB_{t-1}(1+r)$ , donde r es la tasa de crecimiento del PIB en el año t. De este modo se tiene que:

$$\frac{E_t}{PIB_t} = \frac{E_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+\rho)} + \frac{iE_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+\rho)} + \frac{Dp_t}{PIB_t}$$

A la vista de esta expresión, cabe formularse ahora dos preguntas cruciales respecto al tema objeto de análisis, a saber: 1) ¿qué condiciones han de darse para que la tasa de endeudamiento de un país ( $E/PIB$ ) no varíe en el tiempo? y 2) ¿Cuándo entrará la deuda en una situación de explosividad?

Las respuestas a las dos cuestiones, tal y como se va a comprobar seguidamente, dependen, no de que el Estado tenga o no un déficit primario en el año t, sino de los valores de los intereses de la deuda ( $iE$ ) y de la tasa de crecimiento del PIB ( $r$ ). Suponiendo, en efecto, que el déficit primario del Estado (cualquiera que sea éste) en el año t es nulo o igual a cero, la última expresión podría reducirse, sucesivamente, hasta llegar a la siguiente:

$$\frac{E_t}{PIB_t} = \frac{E_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+\rho)} + \frac{iE_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+\rho)} = \frac{E_{t-1}(1+i)}{PIB_{t-1}(1+\rho)}$$

$$\frac{E_t}{PIB_t} = \frac{E_{t-1}}{PIB_{t-1}} \frac{(1+i)}{(1+\rho)}$$

En rigor, contemplando esta expresión se comprueba que para que la tasa de endeudamiento ( $E/PIB$ ) no varíe de un año a otro, el factor  $(1+i)/(1+r)$  ha de ser igual a la unidad, lo que equivale a decir que ha de cumplirse la igualdad:  $1+i=1+r$  ó  $i=r$ , esto es, que el tipo de interés de la deuda sea igual a la tasa de crecimiento de la economía. Por añadidura, si  $i < r$  la tasa de endeudamiento estará decreciendo, mientras que si  $i > r$  dicha tasa estará creciendo, tanto más cuanto mayor sea la diferencia entre ambas variables. Se dice, por tanto, que la deuda o, más ampliamente, el sistema de endeudamiento se adentra en una zona de explosividad cuando el tipo de interés al que se emite la deuda pública es mayor que la tasa de crecimiento de la economía.

A continuación, el siguiente cuadro ofrece la evolución del tipo efectivo medio de la deuda pública y del PIB observado desde 2007 a 2010 para siete países:

En este momento, por falta de información, no podemos saber el peso en la explosividad de la deuda pública de los distintos integrantes de las administraciones públicas, esto es Estado, comunidades autónomas o corporaciones locales.

#### DATOS EXPLOSIVIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA POR PAÍSES

	2007		2008		2009		2010	
	i	ρ	i	ρ	i	ρ	i	ρ
Alemania	4,27	4,55	4,14	2,01	3,65	-3,39	3,11	4,24
Francia	4,32	4,92	4,47	2,81	3,28	-2,12	3,19	2,13
Italia	4,83	4,09	4,94	1,40	4,04	-3,07	3,79	1,92
Gran Bretaña	11,85	5,35	10,05	-11,57	6,07	-13,75	8,33	8,22
España	4,40	7,04	4,24	3,28	3,75	-3,14	3,40	0,82
Irlanda	4,35	6,78	3,90	-4,96	3,58	-11,30	3,98	-3,57
Grecia	4,61	7,47	4,68	4,33	4,39	-0,80	4,02	-2,06
Unión Europea (27 países)	4,65	5,96	4,57	0,78	3,73	-5,66	3,58	4,17

Fuente: Eurostat.

i: Tipo efectivo medio de la deuda son los intereses del periodo t divididos entre la media de la deuda pública de los periodos t y t-1.  
ρ: PIB observado, crecimiento nominal.

Nota: Aunque la teoría económica de la Hacienda Pública establece esta formulación en términos de tasas reales, aquí utilizamos tipos de interés y tasas de crecimiento nominales, ya que al emplear el mismo defactor la comparación no se ve afectada.

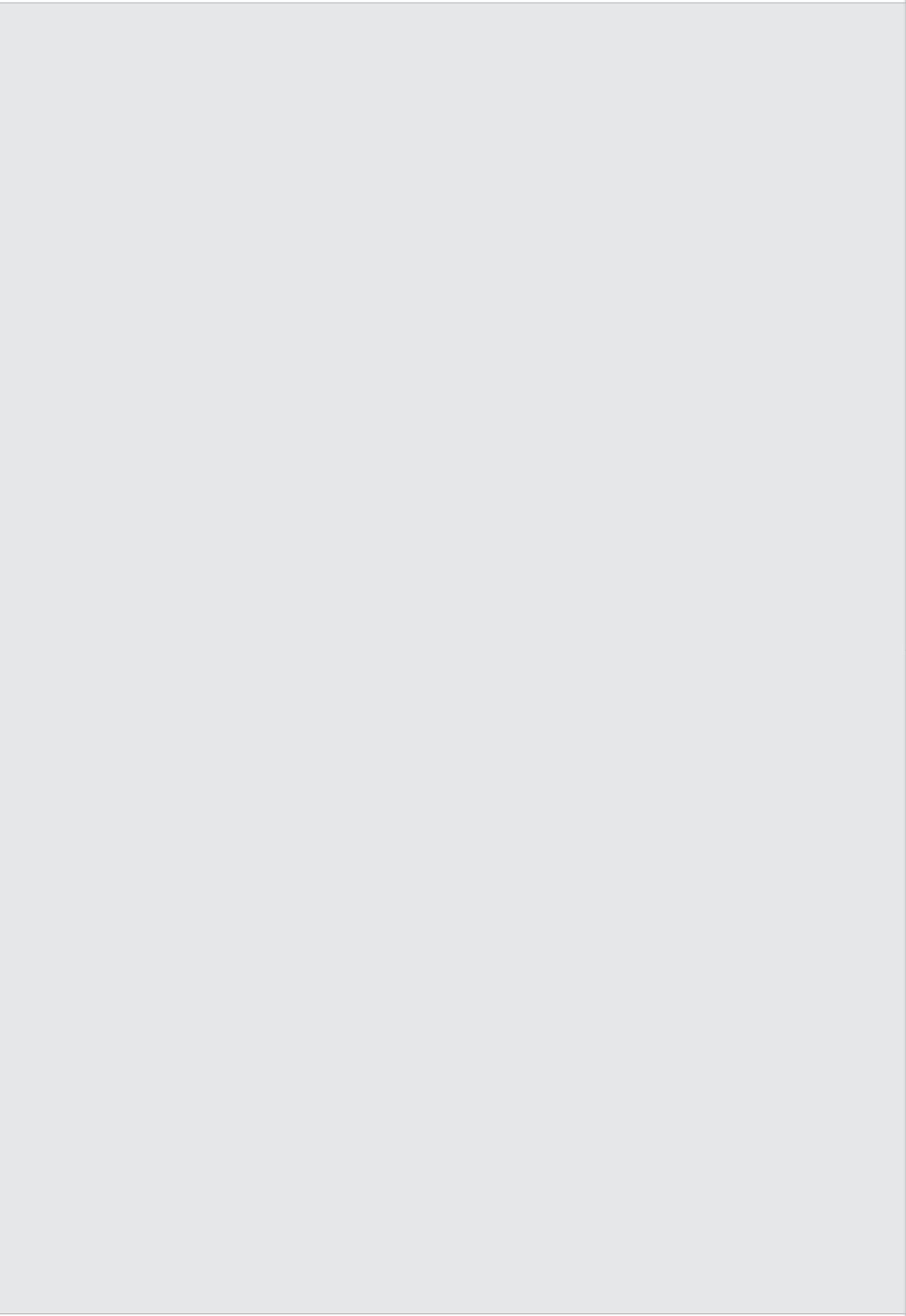
A la vista del cuadro anterior, en el año 2010, podemos observar que la deuda pública en España es más explosiva que la de Alemania, Francia, Italia y Gran Bretaña, mientras Irlanda y Grecia, presentan una explosividad mayor.

Efectivamente en la situación de España, a partir de 2008 existe un caso claro de explosividad de la deuda pública dado que el tipo efectivo medio de la deuda es mayor que la tasa de crecimiento de la economía. Sin embargo, en el año 2010 se aprecia cierta ralentización de esta tendencia puesto que el diferencial se va reduciendo aunque no alcanza los niveles de los años anteriores.

Ahora bien, de cara al año 2011 y con el fin de que esta tendencia a la moderación se vaya consolidando, deben tomarse una serie de medidas, entre las que se pueden resaltar:

- Reducir el volumen de déficit público porque de esta forma la prima de riesgo que los inversores exigen a la deuda española se reduce y, por tanto, baja el coste financiero.

- Aumentar el crecimiento de la economía mediante un aumento de la productividad que en el momento actual parece, sin duda, un reto importante.



# La crisis económica, Estado de las autonomías y comunidades autónomas: la percepción de los ciudadanos

Francisco Alvira Martín  
José García López

## 1. Introducción

En el primer trimestre del año 2011, pesimismo o incertidumbre son las palabras más apropiadas para definir el sentimiento de la mayoría de los españoles. Cualquiera que sea el índice elegido para conocer la opinión pública (I.S.C., ICO-CCO, los barómetros del C.I.S.) los resultados apenas difieren unos de otros. Esta preocupación de los españoles es parecida a la expresada por el resto de países europeos con la excepción de Alemania<sup>1</sup>. La crisis actual se caracteriza por ser compleja y supranacional, aunque con aspectos singulares en cada país.

La magnitud de la crisis ha focalizado la atención de amplios sectores de la sociedad sobre todo tipo de factores, incluyendo el título VIII de la Constitución Española de 1978, es decir, el Estado de las Autonomías, que no ha escapado a un renovado interés del público hacia su funcionamiento. El balance entre sus ventajas y problemas para el conjunto de España y la sostenibilidad para cada región es cuestionada en algunos foros.

En todas las comunidades autónomas, la mayoría de los entrevistados observa que la situación económica y política ha empeorado durante los últimos años<sup>2</sup>. También la mayoría cree que su comunidad no está preparada para

superar la actual crisis en solitario, siendo las relaciones entre el Gobierno Central y el de su autonomía no de colaboración sino de enfrentamiento o subordinación en algunos casos.

Pero a pesar de un pesimismo generalizado, la mayoría de los españoles revalida la creación del Estado de las Autonomías. Resulta relevante el autopoicionamiento del conjunto de españoles en una escala de 0 a 10, donde el máximo centralismo es 0 y 10 es la posibilidad de independizarse; en esta escala, se alcanza en 2010 el valor de 5,4. En una pregunta paralela y complementaria, los ciudadanos sitúan sus preferencias en la misma escala siendo la respuesta media 5, lo que manifiesta una aceptación de lo existente favorable a no ampliar las funciones de las CCAA. En la Comunidad de Madrid los valores son 6 y 4,3 respectivamente; en el País Vasco los valores son 4,6 y 6,8 con una diferencia negativa de -2,2, lo que implicaría una demanda de mayores competencias. Esta variabilidad y heterogeneidad existente muestra la necesidad de acudir al estudio de cada comunidad autónoma.

En el periodo 2007 a 2010, los efectos de la crisis se han extendido a todas las comunidades con diferente intensidad. El largo proceso de progreso económico se ha quebrado en el conjunto de España, y por ende en las comunidades autónomas (CCAA).

La valoración de la situación económica de cada comunidad, en su relación con la UE y las variaciones debidas a la crisis actual se manifiestan en la opinión expresada por los residentes de cada comunidad.

El trabajo ofrece, además, la valoración que la opinión pública hace de la situación económica y de la política

<sup>1</sup> Barómetros del CIS: enero 2011. Una mayoría del 81% calificaba de mala la situación económica y un 71% la situación política. En mayo de 2008, los porcentajes eran del 24% y del 41%, respectivamente, y en diciembre del año 2005 de un 28% y 37%. La crisis económica ha alterado notablemente la confianza en la tendencia de la economía y perjudicado también la depositada en los gestores de la política económica.

<sup>2</sup> CIS Barómetro autonómico 2.829/2010.

económica de CCAA y Estado, enmarcada por las circunstancias creadas por la crisis económica actual, comparando por tanto 2005 con 2010 y las CCAA entre sí.

## 2. Nivel de aceptación y percepción del funcionamiento de las comunidades autónomas

En todas las comunidades autónomas (CCAA), la mayoría de sus residentes consideran "más bien positivo" el establecimiento del Estado de las Autonomías. En el año 2010, la única excepción es Castilla y León con una pequeña mayoría de quienes consideran mala aquella decisión constitucional.

En una escala de 0 a 200, el valor medio del índice de valoración de las autonomías (ver cuadro 1), 125, manifiesta un notable grado de acuerdo con el título VIII de la Constitución. Las tres comunidades con estatutos anteriores a la Constitución: País Vasco, índice 166, Cataluña, índice 128 y Galicia, índice 139, aparecen con índices superiores a la media. También el de la Comunidad Foral de Navarra es superior a la media.

Al comparar estos datos de 2010 con los de 2005, se observa un notable descenso de la opinión favorable a la creación del Estado de las autonomías. Desde ese año, el

índice medio de aceptación ha bajado un 20%. Este es el caso de todas las CCAA y también del País Vasco (9% de descenso), Cataluña (24%) y Galicia (13%). Esto no significa que se haya producido por parte de la opinión pública una mayor aproximación a las tesis independentistas.

Un segundo aspecto del aprecio de la ciudadanía por su comunidad autónoma es la valoración de su modo de funcionamiento y del cambio producido en los últimos años. El índice general 106 señala una valoración favorable.

En el grupo con mayor índice de convergencia con la UE, los vascos, navarros y catalanes destacan por una buena valoración del título VIII y los castellanoleonés por la peor (90). También la opinión de estos ciudadanos sobre el funcionamiento de las autonomías es relativamente bueno, pero ha bajado en los últimos cinco años. En el año 2010 hay una notable diferencia entre la valoración positiva del Estado de las Autonomías y su funcionamiento. La opinión pública de las comunidades de este grupo, salvo Castilla y León, considera que las CCAA han introducido un cambio en la organización del Estado bastante positivo, pero su implementación no ha respondido a las expectativas de una amplia minoría. Tanto la aceptación como la percepción de su funcionamiento han bajado desde el año 2005, sin excepción.

En el segundo grupo, como en el anterior, la aceptación del Estado de las Autonomías es actualmente su-

Cuadro 1

### VALORACIÓN DEL FUNCIONAMIENTO DE LAS CCAA (I)

Comunidades con índice mayor de convergencia con UE	Estado de las Autonomías		Funcionamiento de las CCAA	
	Índice de aceptación 2010	Índice de variación 2005/2010	Índice valoración funcionamiento 2010	Índice variación 2005/2010
Madrid (1.413)	106	74	109	92
País Vasco (499)	166	91	109	91
Navarra (139)	144	83	115	86
Aragón (305)	108	79	100	87
Cataluña (1.660)	128	76	101	82
Castilla León (598)	90	62	99	82
<b>Total</b>	<b>125</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>87</b>

Pregunta: ¿Cree Ud. que, en general, la creación y desarrollo de las comunidades autónomas ha sido para España algo más bien positivo o más bien negativo? Índice: más bien positivo-más bien negativo +100, Índice de variación: índice de valoración en 2010-índice en 2005+100.

Pregunta: y, en conjunto, ¿Cómo diría Ud. que ha funcionado durante estos años la organización del Estado de las Autonomías: muy bien, bien...?

Índice: (muy bien 1-p + bien 0,5 p) - (mal- 0,5 p muy mal +1 p)+100.

Índice de variación: valoración 2010-valoración 2005+100.

Cuadro 2

## VALORACIÓN DEL FUNCIONAMIENTO DE LAS CCAA (II)

Comunidades con índice mayor de convergencia con UE	Estado de las Autonomías		Funcionamiento de las CCAA	
	Índice de aceptación 2010	Índice de variación 2005/2010	Índice valoración funcionamiento 2010	Índice variación 2005/2010
Cantabria (134)	138	85	112	92
La Rioja (72)	133	86	118	91
Canarias (463)	135	82	99	81
Baleares (240)	129	72	106	86
<b>Total</b>	<b>125</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>87</b>

perior al valor medio del conjunto (125). Las diferencias entre las comunidades de este grupo son muy inferiores a las comprobadas en el anterior. Baleares muestra una caída importante de su nivel de aceptación del sistema entre 2005 y 2010 y Canarias expresa una mala valoración de su funcionamiento.

En el grupo con menor índice de convergencia con la UE, se presentan diferencias importantes: Andalucía, Galicia y Extremadura muestran un amplio acuerdo con el Estado de las Autonomías, superior al general de España. Es interesante señalar la importancia de los resultados de Andalucía por el peso de su población. En menor medida también lo es la Comunidad Valenciana, con un índice menor de aceptación, inferior a la media. En todo caso, el

número de individuos favorables al Estado de las Autonomías supera a quienes están en contra.

Los índices de aceptación y funcionamiento de las comunidades autónomas han descendido entre 2005 y 2010. Para el conjunto, la crisis parece descubrir algunos elementos disfuncionales en el desarrollo de las autonomías.

La situación percibida en cada comunidad respecto a su nivel de autogobierno, se establece también sobre una escala de 0, a máximo centralismo, a 10, máxima descentralización, que incluye la posible independencia del territorio. En la columna primera (1) del cuadro número 4, aparece ese valor para cada comunidad. La media nacional se sitúa aproximadamente en la mitad de la escala 5,4.

Cuadro 3

## VALORACIÓN DEL FUNCIONAMIENTO DE LAS CCAA (III)

Comunidades con índice mayor de convergencia con UE	Estado de las Autonomías		Funcionamiento de las CCAA	
	Índice de aceptación 2010	Índice de variación 2005/2010	Índice valoración funcionamiento 2010	Índice variación 2005/2010
Asturias (258)	116	67	106	87
Galicia (654)	139	87	109	90
Com. Valenciana (1.121)	121	80	105	88
Extremadura (245)	135	79	112	82
Castilla-La Mancha (454)	118	73	108	84
Murcia (309)	120	75	110	89
Andalucía (1.796)	131	82	110	87
<b>Total</b>	<b>125</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>87</b>

Cuadro 4

## ESTADO DE LAS AUTONOMÍAS: IMAGEN Y PREFERENCIAS

	Situación actual (1)	Preferencia (2)	Diferencia (1-2)
1. Madrid	6,1	4,3	1,8
2. País Vasco	4,6	6,8	-2,2
3. Navarra	4,7	6	-1,3
4. Aragón	6,3	5	1,3
5. Cataluña	4,6	6,4	-1,8
6. Castilla y León	6,2	4,3	1,9
7. Cantabria	6	4,8	1,2
8. La Rioja	5,7	4,7	1
9. Canarias	5	4,3	0,7
10. Baleares	5,2	5,6	-0,4
11. Asturias	6,3	5	1,3
12. Galicia	5,2	4,9	0,3
13. Com. Valenciana	5,5	4,5	0,6
14. Castilla-La Mancha	5,8	4,3	1,5
15. Extremadura	5,7	3,7	2
16. Murcia	6	4	2
17. Andalucía	5,5	4,9	0,6
<b>Total</b>	<b>5,4</b>	<b>5</b>	<b>0,4</b>

Escala 0 a 10, máxima centralización, 0, y, 10, máxima descentralización

Pregunta: "Un Estado puede organizarse territorialmente de varias maneras. Si en una escala de 0 "máximo centralismo" a 10 "máxima descentralización" incluyendo la probabilidad de independencia de los territorios que así lo deseen. ¿En qué posición cree Vd. que se encuentra el actual Estado de las autonomías español?"

Pregunta: "¿Y en qué posición le gustaría a Vd. que estuviera situado?"

La segunda columna (2) expresa las preferencias de los ciudadanos sobre el nivel percibido de autonomía de su comunidad. En este caso, las preferencias medias son inferiores a la percepción que se tiene. El valor medio, 5,4, de imagen del grado de autogobierno alcanzado supera a la media nacional de las preferencias en casi medio punto.

Las diferencias entre los valores medios de la escala señalan la actitud actual de sus ciudadanos y la amplia diferencia de opiniones en cada territorio. Así, en Madrid, se percibe un grado de autogobierno 6,1, bastante superior al deseado (4,3). Al contrario en el País Vasco y Cataluña, el indicador de su percepción 4,6 en ambas comunidades no cumplen sus aspiraciones 6,8 y 6,4 respectivamente. Baleares y Galicia son las comunidades con unas preferencias más próximas a su percepción del nivel de autogobierno.

Otra cuestión planteada en la encuesta se refiere a la elección entre: un Estado sin Autonomías, Estado con Au-

tonomías pero con menos competencias que en la actualidad, y Estado Autonómico, tal como está ahora, Estado Autonómico con mayor autonomía o, por último, el reconocimiento de poder convertirse en Estado independiente. Los porcentajes de respuestas más altos se inclinan por la proposición: "Un Estado con comunidades autónomas como en la actualidad" que se corresponde bastante bien con el índice 5 en la escala de 0 a 10.

Existen diferencias notables entre las autonomías. Las preferencias por mayor grado de gestión, muy superiores a la media, se presentan en el País Vasco (6,8), Cataluña (6,4) e incluso en la Comunidad Foral de Navarra (6); en Galicia –una de las tres CCAA con Estatuto Histórico– las preferencias 4,7 difieren poco de la media global 5. Madrid, Castilla y León y Castilla-La Mancha expresan unas preferencias autonómicas muy inferiores al nivel que creen que existe en su comunidad.

En resumen, no existe rechazo de la mayoría de los ciudadanos al Estado de las Autonomías, aunque su funcionamiento no haya cumplido totalmente las expectativas de la gente. En los últimos años, se ha producido una pérdida de apoyo al Estado Autonómico pero se sigue prefiriendo mayoritariamente “un Estado de las Autonomías como en la actualidad”.

En el conjunto de las 17 comunidades autónomas, la edad y el estatus social no influye apenas en la valoración del nivel de gobierno alcanzado y su comparación con el preferido. El recuerdo de voto a un partido en las elecciones autonómicas sí que influye tal y como puede verse en el cuadro 5.

Los individuos mayores de 55 años, los entrevistados pertenecientes a las viejas clases medias y los que votaron al P.P. en las elecciones autonómicas muestran una

preferencia débil por el desarrollo competencial de las autonomías.

Quienes votaron al PSOE muestran unas preferencias muy próximas a la percepción que tienen del desarrollo del autogobierno de las autonomías.

Y por último, los votantes de IU quieren un mayor autogobierno; sus preferencias están más próximas a los partidos nacionalistas que a los de ámbito nacional.

### 3. Valoración de la situación económica de las CCAA

El cuadro 6 expone la percepción de los ciudadanos sobre: 1º) La situación económica de su comunidad;

Cuadro 5

#### IMAGEN Y PREFERENCIAS DE AUTOGOBIERNO EN LAS CCAA POR EDAD, ESTATUS SOCIAL Y RECUERDO DEL VOTO EN LAS ÚLTIMAS ELECCIONES AUTONÓMICAS

	Nivel de desarrollo alcanzado en su comunidad	Preferencias	Diferencia
<b>1. Edad</b>			
18-34 años (n=3.141)	5,35	5,1	0,25
35-54 años (3.826)	5,5	5,2	0,30
55 y más años (3.434)	5,5	4,7	0,80
<b>2. Estatus social</b>			
Clase media alta-alta (1.570)	5,49	5,10	0,39
Nuevas clases medias (1.746)	5,38	5	0,38
Viejas clases medias (1.220)	5,44	4,76	0,68
Obreros cualificados (2.354)	5,38	4,99	0,39
Obreros sin cualificar	5,41	4,98	0,43
<b>3. Recuerdo de voto autonómico</b>			
PSOE (2.250)	5,44	5,17	0,27
P.P. (1.748)	5,89	3,83	2,06
I.U. (256)	5,21	6,23	-1,02
C.C. (72)	4,98	5,08	-0,10
CIU (217)	4,46	6,92	-2,46
ERC (165)	3,57	9,07	-5,5
PNV (91)	4,18	7,32	-3,14
Ns/NC (460)	5,4	4,92	0,48
<b>Total (10.409)</b>	<b>5,41</b>	<b>5,04</b>	<b>0,37</b>

Cuadro 6

## LA CRISIS ECONÓMICA: SITUACIÓN EN CADA COMUNIDAD RESPECTO A ESPAÑA Y SU PREPARACIÓN

Clasificación CCAA por su índice de convergencia UE	1. Opinión sobre situación económica en su CCAA 2010	2. Índice de variación 2005/2010 %	3. Índice de preparación 2010	4. Situación CCAA con la de España 2010
<b>I Superior a la media</b>				
1. Madrid	67	63	85	108
2. País Vasco	67	60	105	115
3. Navarra	80	48	101	126
4. Aragón	58	62	65	92
5. Cataluña	60	59	83	100
6. Castilla y León	47	56	53	84
<b>II Similar a la media (<math>\pm 3,5\%</math>)</b>				
7. Cantabria	59	74	56	101
8. La Rioja	78	66	81	113
9. Canarias	32	44	45	56
10. Baleares	60	53	63	92
<b>III Inferior a la media</b>				
11. Asturias	55	76	57	86
12. Galicia	66	63	62	94
13. Com. Valenciana	61	54	83	93
14. Castilla-La Mancha	17	11	58	21
15. Extremadura	61	64	54	83
16. Murcia	51	51	59	83
17. Andalucía	41	47	59	69
<b>Total</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>72</b>	<b>91</b>

Pregunta: "Refiriéndonos a la situación económica actual de su CCAA ¿la calificaría Vd. de muy buena, buena, regular, mala o muy mala?"

Pregunta: "¿Cree Vd. que la economía de su comunidad está muy, bastante, poco o nada preparada para superar la crisis?"

Índice: (muy buena 1,p; buena 0,5 p; regular 0; mala -0,5 p; muy mala -1 p)+100.

Índice de variación = % de cambio de índice de la columna 1 menos valores correspondientes al año 2005 más 100.

Pregunta: ¿Y cree Vd. que la situación económica de su CCAA es mucho mejor, peor o mucho peor que España?

2º) El cambio de la misma entre 2005 y 2010; 3º) Su preparación para salir de la crisis y 4º) La comparación de la situación económica de su comunidad con la del conjunto nacional, España.

El valor medio del índice de percepción de la situación económica es 57. Un resultado que señala una va-

loración bastante negativa<sup>3</sup> entre los residentes de todas las CCAA.

<sup>3</sup> El índice se ha elaborado dando un punto a las respuestas que califican la situación económica de su comunidad como muy buena, 0,5 a las de buena, -0,5 a las de mala y -1p a las de muy mala y añadiendo 100 a la suma. La escala es de 0 a 200 y el valor 100 expresa un equilibrio entre las respuestas positivas y negativas.

En el grupo con un índice de convergencia superior a la media española, Navarra es la comunidad más optimista (80) sobre su situación. Además entre los años 2005 y 2010 este optimismo no ha bajado demasiado (48%) en relación al resto del grupo. Los índices de Madrid y el País Vasco son iguales (67) y superiores a la media. Los porcentajes de retroceso del índice son parecidos también y mejores que la media. Cataluña muestra un índice (58) semejante al valor medio de España y un porcentaje de retroceso igual también a la media nacional. Los valores de Aragón difieren poco de los de Madrid y País Vasco, siendo en Castilla y León donde peor se valora la situación económica, aunque la variación entre 2005/2010 haya sido menor que la media nacional.

En este grupo, sólo en dos comunidades, País Vasco (108) y Navarra (101), sus vecinos piensan que están preparados para salir de la crisis. En el resto, la gente desconfía de sus condiciones actuales para superar la crisis. No obstante Madrid (85) y Cataluña (83) tienen índices superiores a la media. Madrid, País Vasco, Navarra y Cataluña consideran que su situación económica es mejor que la de España.

El segundo grupo de comunidades expresa un sentimiento económico muy negativo (32), pero el porcentaje de caída de ese índice entre 2005 y 2010 es relativamente pequeño (44%).

La señal más característica de la Comunidad Balear se encuentra en el deterioro económico que muestra la pérdida de convergencia con Europa<sup>4</sup>. En el año 2000, su índice de convergencia con la UE (109) era similar a los de Cataluña y el País Vasco. Baleares se encontraba entre las cinco comunidades mejor situadas económicamente. Desde el año 2000, el índice medio de convergencia aumentaba 6,5 puntos, el de Baleares perdía 11,5. El sentimiento económico de los residentes ha acompañado al descenso del índice de convergencia, como avala la diferencia entre 2005 y 2010.

Los índices que señalan la preparación de este segundo grupo de comunidades para salir de la crisis son inferiores al índice del conjunto de España (72), siendo la situación de Canarias la peor (45).

La Rioja se aparta de la condición general en su grupo con un índice (81), que la aproxima al grupo primero. También el índice (113) que señala la situación de la comunidad respecto a la de España es superior al de las demás comunidades de su grupo.

Canarias expresa problemas importantes propios: sus ciudadanos perciben una situación económica mala que ha venido deteriorándose; creen estar peor preparados que el conjunto de España para salir de la crisis y que su situación actual es mucho peor que la de España. En Cantabria se valora la situación económica mal, pero no peor que la de España.

En el tercer grupo, Andalucía es la de mayor población y la segunda en superficie, pero sus datos económicos son los peores de las 17 comunidades. La percepción de los ciudadanos de Andalucía es bastante coherente con su realidad objetiva. Los andaluces creen que su situación económica es muy mala: su índice (41), es dieciséis puntos inferior al índice medio. El índice de preparación para salir de la crisis (59) también es inferior a la media y, por último, de la comparación con España se deduce que los andaluces consideran su situación peor que la general (69).

La Comunidad Valenciana prácticamente no ha avanzado en su convergencia con la UE en los últimos diez años. No obstante, la opinión de los valencianos sobre su situación económica (61) es mejor que la media. También muestran mayor optimismo sobre la preparación de su comunidad (83) para salir de la crisis. Los valencianos sitúan económicamente a su comunidad algo peor que a España, pero su índice supera al índice medio.

En Galicia, la percepción de sus ciudadanos respecto a la situación económica de su comunidad (66) supera a la media. También creen que la situación de su economía (94) es parecida a la nacional.

Asturias muestra una opinión muy desfavorable. Los entrevistados creen que la situación económica de la comunidad es muy mala, peor que la media nacional. Su preparación para salir de la crisis, índice 57, es muy malo y peor que el índice medio, y su situación económica comparada con la española (86) es peor e inferior al valor medio. Sin embargo, la economía de Asturias ha mejorado desde el año 2002 y su índice de convergencia creció 15 puntos desde 2000, el doble que el índice de convergencia general.

Extremadura cree que su situación económica actual es mala (61), pero su índice supera el valor medio. Su preparación para salir de la crisis es también mala y peor que el índice medio. En relación a la economía nacional, los extremeños sitúan a su economía en peor situación (83). La opinión de los extremeños es bastante consecuente con sus datos objetivos. Lo mismo puede decirse de Murcia.

<sup>4</sup> Balance Económico Regional años 2000-2009, Pablo Alcaide Guindo, Tabla 159, FUNCAS, diciembre 2010.

Por último, respecto a Castilla-La Mancha la percepción de los entrevistados apenas difiere de la posición media de las 17 comunidades, siendo algo más optimista.

#### 4. Los problemas en las CCAA

El paro y la economía en general son los dos problemas que más preocupan a la mayoría de los ciudadanos en todas y cada una de las 17 comunidades autónomas. Un 79% de media de los españoles sitúan el paro en el principal problema y en el segundo lugar, con un 30%, a la economía.

En el año 2010, además del paro y la economía, otros temas –inmigración, comportamiento de los políticos o la vivienda– preocupan a los ciudadanos. Un 15% sitúa a la inmigración entre los tres principales problemas. La vivien-

da con un 9% y los políticos, en general, con un 14%, no han dejado de estar presentes, aunque en un segundo plano. Al comparar los resultados del año 2010 con los de 2005, además del aumento de la preocupación por el paro y la economía, se ha producido un aumento de la inquietud por la gestión de los gobiernos autonómicos. En cinco años, la percepción de que los gobiernos no se preocupan suficientemente de la buena gestión de los intereses comunes ha pasado de un 6% a un 14% de valor medio. Este malestar se extiende a toda la “clase” política.

En los tres problemas citados –inmigración, políticos y vivienda– las diferencias entre los valores medios y los de las autonomías son más amplias que en los problemas económicos, que en ninguna comunidad dejan de estar en cabeza. En Baleares (25%), Canarias (20%), Cataluña (27%) y Murcia (31%), la inmigración es un asunto a resolver. La reducción de la cifra de ciudadanos que la sitúa

Cuadro 7

#### LOS PROBLEMAS DE LAS CCAA (AÑOS 2005 Y 2010)

	Paro		Económicos		Inmigración		Políticos		Vivienda	
	2010	2005	2010	2005	2010	2005	2010	2005	2010	2005
Andalucía	88	63	29	12	12	24	9	2	--	14
Aragón	81	33	34	9	19	17	14	5	--	18
Asturias	94	87	25	12		7	5	4	9	17
Baleares	69	17	36	21	25	21	13	3	--	16
Canarias	86	47	43	21	20	42	17	4	--	23
Cantabria	78	48	20	7	---	---	6	5	15	22
Cast-La Mancha	78	37	27	8	7	12	8	2	8	17
Castilla y León	80	57	28	11	8	13	11	3	--	19
Cataluña	70	30	39	23	27	33	29	9	11	23
Com. Valenciana	82	29	27	12	19	30	16	10	--	16
Extremadura	94	68	25	14	--	--	2	2	13	13
Galicia	80	61	35	21	--	--	10	4	10	11
La Rioja	76	38	25	6	11	37	5	6	--	23
Madrid	80	61	23	8	12	23	16	6	16	25
Murcia	92	18	34	11	31	36	9	2	9	11
Navarra	81	27	28	10	18	25	14	10	14	39
País Vasco	76	49	32	10	8	17	19	14	19	44
<b>Total</b>	<b>79</b>	<b>44</b>	<b>30</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>20</b>

Pregunta: ¿Podría decirme cuál es a su juicio, el principal problema que existe en su Comunidad Autónoma? ¿Y el segundo y el tercero? (Multi-respuesta)

Fuente: CIS barómetros 2829/2010 y 2610/2005 y elaboración propia.

entre los tres primeros problemas no es el resultado de una mejora del problema, sino más bien el crecimiento de los problemas de paro y económicos en general.

La preocupación por el comportamiento de “los políticos” ha crecido por la errónea gestión de diversos temas surgidos de la crisis. Cataluña (29%), País Vasco (19%), Canarias (17%), Comunidad Valenciana (16%) y Madrid (16%) muestran porcentajes relativamente altos indicativos de una mala imagen de las “clase política”. En Extremadura (2%), Asturias (5%), Cantabria (6%) Castilla-La Mancha (8%) la preocupación por los “políticos” es relativamente pequeña.

El problema de la vivienda sigue presente y una media del 9% lo sitúa en los tres primeros puestos de los problemas. Las diferencias entre comunidades son notables: País Vasco (19%), Madrid (16%), Cantabria (15%) y Navarra (14%) se sitúan muy por encima de la media.

En algunas comunidades preocupan especialmente temas que no aparecen o lo hacen con muy baja intensidad en las restantes:

- **Sanidad:** en Canarias (22%), Extremadura (16%) y Madrid (16%), siendo el valor medio del 8%.
- **Inseguridad ciudadana:** en Madrid (15%), Murcia (14%), Comunidad Valenciana (13%) y Cataluña (11%), frente a un valor medio del 9%.
- **Educación:** en Canarias (10%), Extremadura (9%), Madrid (9%) y Comunidad Valenciana (8%), con un porcentaje medio del 6%.
- **Falta de tejido industrial:** en Castilla y León (16%), Extremadura (15%) y Cataluña (9%), frente a una media del 3%.
- **Terrorismo de ETA:** en el País Vasco (29%) y Navarra (13%), siendo la media del 3%.
- **Despoblación rural:** en Castilla y León (17%), siendo la media 1%.
- **Corrupción y fraude:** en Canarias (22%) y Castilla y León (7%), frente a una media del 3%.

## 5. Las relaciones entre el Gobierno central y autonómico

Tres son las opciones contempladas para clasificar las relaciones entre el Gobierno central y el autonómico: de

colaboración, de subordinación o de enfrentamiento. Obviamente la colaboración es el tipo de relación más funcional para el servicio de los ciudadanos.

El cuadro 8, muestra la percepción de la gente sobre esta cuestión. Un 39% del total de los españoles cree que el enfrentamiento es la clase de relación más frecuente, 20% se inclina por la subordinación y un 27% por la colaboración.

En las comunidades con gobierno autonómico del PP, la mayoría de los ciudadanos cree que existe una situación de enfrentamiento. También en Cataluña, gobernada por CDC/CIU, la mayoría se inclina por la existencia de enfrentamiento entre el gobierno autonómico y el central del PSOE.

En Aragón, con gobierno del PSOE, la mayoría (47%) piensa que el gobierno autonómico subordina los intereses de la comunidad a los del Gobierno central.

UPN gobierna con el apoyo del PSOE en Navarra, y una mayoría amplia 53% cree que existe un modelo de colaboración entre el Gobierno autonómico y el central. Esta opinión puede estar influenciada por el apoyo del PSOE al gobierno de UPN. Igual sucede en Canarias con el CC, Cantabria con el partido PRC y Baleares con CC.

Aparentemente, rompe la pauta observada en otras comunidades la respuesta del País Vasco con un notable apoyo, 35% al tipo de colaboración entre el gobierno central y el autonómico. En esta comunidad, la suma de los tipos de subordinación y enfrentamiento supera al tipo de colaboración.

En todas las comunidades donde gobierna el PSOE, la mayoría de los entrevistados cree que hay colaboración.

En las comunidades con gobiernos de los partidos regionales UPN, PRC, CC con apoyo del PSOE, la mayoría se inclina también por señalar la existencia de colaboración entre comunidad y Gobierno central.

## 6. Conclusiones

La opinión general reconoce el acierto constitucional del Estado de las Autonomías, aunque ha descendido su apoyo respecto al año 2005. Con menor margen, los ciudadanos creen que los gobiernos autonómicos han funcionado bastante bien. En uno y otro caso, entre 2005 y 2010, los votos favorables han descendido.

El nivel autonómico alcanzado en cada comunidad se percibe que es distinto. También las preferencias por ma-

Cuadro 8

## TIPO DE RELACIONES BÁSICAS DEL GOBIERNO CENTRAL Y DE LAS CCAA

	Colaboración	Subordinación	Enfrentamiento	Ns/Nc	Partido político en Gobierno autonómico	Tipo destacado de relación
1. Madrid	6	3	82	9	PP	Enfrentamiento
2. País Vasco	35	27	19	19	PSE/PSOE	Mixto
3. Navarra	53	18	13	14	UPN	Colaboración
4. Aragón	28	47	8	17	PSOE	Subordinación
5. Cataluña	27	26	39	18	CDC/CIU	Enfrentamiento
6. Castilla y León	18	20	39	23	PP	Enfrentamiento
7. Cantabria	51	25	8	16	PRC	Colaboración
8. La Rioja	19	20	50	11	PP	Enfrentamiento
9. Canarias	37	28	22	13	CC	Mixto
10. Baleares	39	36	15	10	PSOE	Mixto
11. Asturias	48	28	11	18	PSOE	Colaboración
12. Galicia	24	13	48	15	PP	Enfrentamiento
13. Com. Valenciana	11	6	73	6	PP	Enfrentamiento
14. Cast.-La Mancha	49	20	14	17	PSOE	Colaboración
15. Extremadura	48	19	10	23	PSOE	Colaboración
16. Murcia	5	6	71	18	PP	Enfrentamiento
17. Andalucía	43	28	11	11	PSOE	Colaboración
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>39</b>	<b>14</b>		

P: "Pensando en las relaciones actuales entre Gobierno central y autonómico, ¿Cree Ud. que son de: colaboración, subordinación o enfrentamiento? Mixto: los % de subordinación más % de enfrentamiento superan al % de colaboración.

yor o menor autonomía son muy diferentes. Los residentes en el País Vasco, Cataluña, Navarra y Baleares sienten que no han alcanzado sus aspiraciones autonómicas. Hay una relación entre las preferencias autonómicas y el recuerdo del partido votado en sus últimas elecciones autonómicas.

Todas las comunidades expresan su pesimismo por su situación económica, que ha empeorado desde el año 2005. También se señala la falta de preparación de su comunidad para salir de la crisis. Al comparar su situación económica con la de España, Madrid, País Vasco, Navarra, Cantabria y La Rioja creen que la economía nacional está peor preparada que la de su autonomía. En Cataluña se cree que no hay diferencias entre la nacional y las autonómicas. En las restantes se percibe peor la economía de la comunidad que la de España.

En un balance general Navarra, País Vasco y Madrid son relativamente las más optimistas, mientras Andalucía y Canarias las más pesimistas.

El paro y la economía son las cuestiones más graves para todas las comunidades. Otros problemas preocupan bastante en algunas comunidades: la inmigración en Murcia, Cataluña, Baleares y Canarias; la política en Cataluña, País Vasco y Canarias; la vivienda en el País Vasco, Madrid y Cantabria.

El tipo de relación entre el Gobierno central y el autonómico depende del partido en el gobierno de la autonomía. Para las gobernadas por el PSOE es de coordinación, mientras para las gobernadas por el PP es de enfrentamiento.

### Bibliografía consultada

- Balance Económico Regional (Autonomías y Provincias). Años 2000 a 2009*, dirección Pablo Alcaide Guindo, FUNCAS, Madrid, 2010.
- Cuadernos de Información Económica*, número 220/2011, FUNCAS, enero-febrero.
- CIS, *Barómetros Autonómicos 2.829/2010 y 2.610/2005*.

# Entrevista con Soledad Núñez, Directora General del Tesoro y Política Financiera

Carlos Humanes

*A) ¿Cómo valora la marcha de las emisiones de deuda durante lo que va de 2011?*

Las emisiones de Deuda del Estado progresan según lo previsto. A fecha de 24 de mayo, tras la última subasta del mes, la emisión bruta asciende a unos 82.490 millones de euros, 41.780 de los cuales han sido en Bonos y Obligaciones del Estado, lo que supone el 44,5% de la previsión actual de emisión para todo el año. Por supuesto, la volatilidad que hemos estado viviendo debido a los problemas en la Zona Euro implica que hay altibajos, pero los inversores de Deuda Pública española agradecen que sigamos en el mercado y que emitamos de forma predecible.

*B) Las turbulencias en el mercado secundario de deuda, con la prima de riesgo española oscilando con fuerza ¿han alterado las previsiones del Tesoro en relación al coste de las emisiones?*

Es cierto que el diferencial de la Deuda española ha oscilado mucho con respecto al de la Deuda alemana. En 2011 ha llegado al máximo de 267,5 puntos básicos el 10 de enero y al mínimo de 175 puntos básicos el 11 de abril.

Indudablemente, fluctuaciones tan pronunciadas implican cambios en el coste de financiación, y resulta difícil prever totalmente cuál va a ser dicho coste en cada momento.

Así, si bien el coste medio de emisión se ha incrementado con respecto al año anterior, siendo a 31 de marzo de 2011 del 3,67%, es cierto también que, el coste medio de la Deuda del Estado en circulación se

mantiene en el 3,81%, muy cerca del mínimo histórico anual que se situó en 2009 en el 3,53%.

Además, la ratio Deuda/PIB del Estado es actualmente un 24% inferior a la media europea, con lo que, aunque aumenta el coste de emisión, los pagos a los que tiene que hacer frente el Estado son aún bajos en relación al resto de la Zona Euro. Según lo publicado en Eurostat, España pagará en 2011 un 2.2% de su PIB en materia de intereses de Deuda del Estado, mientras que, Alemania, por nombrar un ejemplo de un país cuyo coste de emisión es inferior pero cuya deuda es superior, pagará según las mismas fuentes un 2,4% de su PIB.

*C) El Banco Central Europeo lleva sin adquirir deuda de los "países periféricos" desde marzo y el grifo podría seguir cerrado próximamente, ¿le preocupa esta actitud del BCE?*

El programa de compras de bonos soberanos en el mercado secundario (SMP, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo tiene como objetivo estabilizar el mercado cuando se producen serias distorsiones. No se trata de un "comprador de última instancia". El BCE compró bonos de Irlanda y Portugal antes de que éstos pidieran ayuda a la Unión Europea y al FMI. Ahora que estos países están negociando sus programas de ajuste y han cesado la mayor parte de sus emisiones, emitiendo principalmente instrumentos a corto plazo y encontrando demanda de los inversores, las compras del BCE no tienen mucho sentido.

España nunca ha estado entre los emisores soberanos incluidos en el SMP, y esto se manifiesta por los hechos. Si bien es cierto que la actual situación de volatilidad no

ayuda a las decisiones de inversión, el comportamiento de las subastas en 2011 está siendo mejor que en 2010, con mejores ratios de cobertura, por lo que desde la perspectiva de la demanda ésta parece más sólida. Es cierto que existen dudas de los inversores sobre la situación española, pero éstas se están disipando y lo que se está observando es que están acudiendo más activamente a las subastas del Tesoro. Incluso en el peor momento de la crisis de deuda europea, las tenencias de deuda española en manos de no residentes aumentó hasta el 54% en 2010, lo que prueba la confianza de los inversores en nuestros instrumentos.

Como decía antes, la volatilidad de los precios de la deuda no es un fenómeno exclusivo de España, sino que afecta a gran número de emisores comunitarios y está mucho más relacionada con aspectos europeos que domésticos.

*D) Algunos medios comentan que los bancos y cajas de ahorros están tomando el testigo al BCE y acumulan en sus carteras un 12% más en Bonos del Estado y Letras del Tesoro (160.000 millones de euros) que en 2010. ¿Este comportamiento no drena recursos de la actividad típicamente bancaria de conceder créditos?*

Los inversores internacionales, sean fondos soberanos, aseguradoras, fondos de pensiones, bancos o cajas no invierten, como llegó a hacer el BCE, para estabilizar el mercado. Compran activos por sus características de riesgo, rentabilidad y duración, que utilizan para optimizar la composición de sus carteras de inversión en función de las perspectivas que tengan.

En mi opinión, un banco no deja de conceder crédito para invertir en deuda pública. Hay algunos que invierten en deuda pública porque consideran que el riesgo (y por tanto el coste) de conceder crédito es muy elevado. Otros invierten en deuda pública porque les aporta una rentabilidad (y un riesgo relativamente bajo) que les libera recursos para poder conceder créditos.

Dicho esto, los elevados déficit públicos tienden a aumentar los tipos de interés y encarecer el crédito —éste, y no otro, es el mecanismo tradicional de “crowding out”. Por eso es tan importante reducir, como se está reduciendo, el déficit de las Administraciones Públicas.

*E) El servicio de la deuda pública (el pago de los intereses de la misma) le costará al Estado español este año casi 24.000 millones de euros, cifra que, en relación al PIB, se mantiene por debajo del promedio de la UE. ¿Qué provisiones maneja el Tesoro a este respecto para los próximos años?*

El Tesoro maneja las provisiones publicadas en el Programa de Estabilidad 2011-2014, un documento público y disponible para su lectura en la página *web* del Ministerio de Economía y Hacienda. Los intereses pagados en relación al PIB aumentarán al 2,5% en 2012, al 2,7% en 2013 y al 2,9% en 2014. Esta última cifra, el 2,9% del PIB, equivale a la media de la Unión Europea en 2011.

*F) ¿Cree que es posible que, con la debilidad con la que evolucionan los ingresos públicos, las CCAA sean capaces de reducir su déficit público conjunto del 3,39% del PIB del año pasado al 1,3% que exige el compromiso de déficit público de España (6%) con Bruselas?*

Creo que es posible. Recordemos que las Comunidades se autoimpusieron el régimen actual de consolidación presupuestaria, a través del Consejo de Política Económica y Fiscal, a partir del segundo semestre de 2010. Las Comunidades Autónomas no han tenido aún un año completo para ponerse este objetivo y cumplirlo; algunas comunidades no lograron cumplir el objetivo, pero todas ellas mejoraron.

Además, quiero resaltar dos cuestiones:

En **primer** lugar, dada la estructura de ingresos y gastos a todos los niveles de la Administración, el déficit público muestra un comportamiento estacional, acumulándose sobre todo en el último trimestre del año. Pues bien, el déficit en la mayoría de las Comunidades Autónomas en el cuarto trimestre de 2010 fue muy similar al del tercer trimestre, lo que nos permite concluir que ya a finales del año pasado se empezó a ver el efecto de la consolidación presupuestaria. Algunas Comunidades incumplieron, está claro, pero incumplieron por mucho menos que en ausencia del mecanismo de disciplina fiscal impuesto por el Estado.

En **segundo** lugar, la disciplina no sólo viene del Estado, sino del mercado, que es a fin de cuentas el que acaba prestando dinero. Cualquier Administración con déficit debe acudir al mercado (a través de bonos o préstamos bancarios), y si no le convence, esa Administración no podrá gastar mucho más de lo que ingresa. Desde el final de 2010, cada Comunidad Autónoma debe publicar, de forma homogénea, su ejecución presupuestaria.

*G) La denominada reestructuración de la deuda griega y las previsibles dificultades de cumplimiento de los planes de ajuste en Irlanda y Portugal ¿Qué efectos puede acarrear a la deuda española?*

Gran parte de la volatilidad que hemos observamos en los mercados de deuda en los últimos meses, más

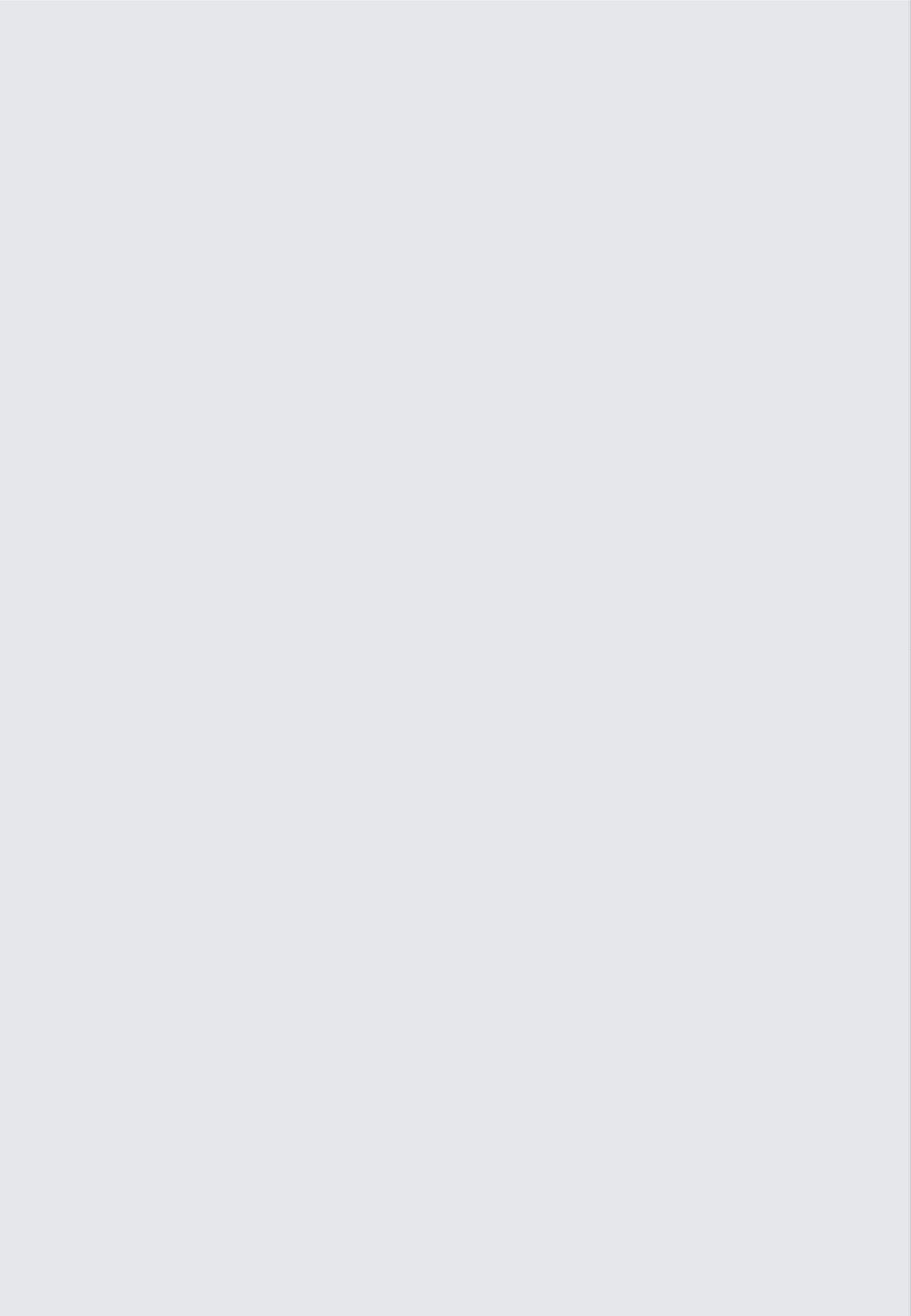
que a la propia situación económica del país, se debe a la situación en la Zona Euro y a los programas de ajuste en estos tres países. No nos engañemos: una de las razones por las que los inversores internacionales acuden a las emisiones de Deuda Pública española es que estamos en la Zona Euro, con todos los vínculos comerciales, financieros y políticos que eso implica.

Los inversores pueden percibir que las autoridades europeas afrontan muchas dificultades a la hora de resolver problemas como el de la Deuda griega, y esto afecta negativamente a los *Spreads* de deuda. Pero creo que entre todos los países encontraremos una solución que devuelva a Grecia a la senda de estabilidad, permitiéndole reestructurar su economía y crecer de nuevo. Creo que el Euro es demasiado importante para todos sus miembros como para no encontrar y aplicar la mejor solución.

*H) La zona del euro, y la Unión Europea en general, ¿será capaz de sacudirse las intensas dudas que la comunidad financiera internacional tiene sobre el Viejo Continente (que entre otras consecuencias se traducen en incrementar el coste de la financiación pública) para que la crisis dé paso a una mayor integración europea*

*y a una creciente armonización de las políticas fiscales entre sus miembros?*

Sí, creo que sí lo hará. No es la primera crisis económica que ha ocurrido durante el proceso de construcción europea, y dudo que sea la última. Lo que sí podemos decir es que, desde el Tratado de Roma hace ya más de cincuenta años, cada crisis europea se ha visto solucionada con más y mejor integración. Por muy profunda que sea la actual crisis, no creo que el paradigma se rompa en esta ocasión, de hecho hemos pasado en poco menos de un año a incrementar la supervisión y control de las cuentas públicas y de la aplicación de medidas estructurales en todos los países de la zona Euro, reforzando el Pacto de Estabilidad con el llamado mecanismo de supervisión reforzada, hemos creado una nueva institución europea que facilite financiación a países con tensiones, la Facilidad Europea de Estabilización y a partir de 2013 entrará en vigor el Mecanismo Permanente de Estabilización para los países de la zona Euro. Todas estas medidas, junto con otras en el ámbito de la supervisión integral de los mercados e instituciones a nivel comunitario van, inequívocamente, en la dirección de mayor integración en Europa.



## El debate fiscal en Estados Unidos

Ferran Casadevall\*

### Introducción

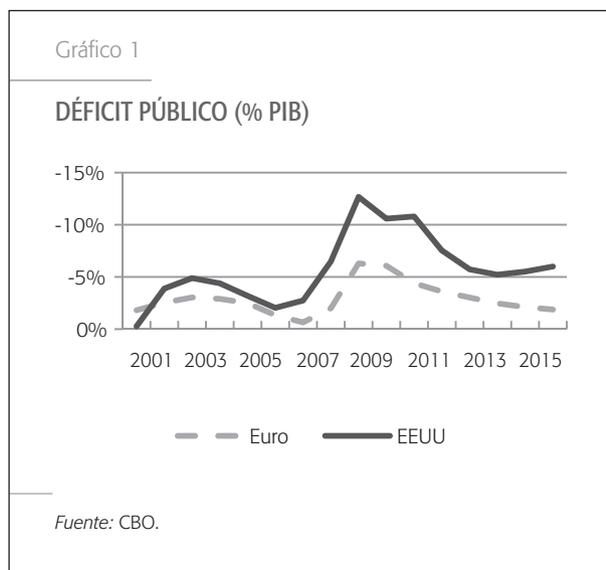
La situación fiscal de la administración de EE.UU. no ha sido inmune a la crisis económica. Más allá de los efectos de la coyuntura, el balance presupuestario estadounidense se ve afectado también por una fuerte tendencia creciente de gastos en sanidad y pensiones. Por estas dos razones, las previsiones apuntan a un endeudamiento progresivo del Tesoro. En el arco político de EE.UU., sin embargo, este reto no se afronta desde la unidad, sino desde posiciones muy ideologizadas y polarizadas, lo que está dificultando la adopción de un acuerdo fiscal y la gobernabilidad presupuestaria de la Administración Obama.

### La senda creciente de la deuda pública y del tamaño del sector público

El déficit público de EE.UU. refleja nítidamente el impacto de la crisis económica. Éste alcanzó el 12,7% del PIB en 2009 (6,3% en la zona euro) (gráfico 1)<sup>1</sup>. La previsión para los próximos años es que, frente a una disminución progresiva del déficit en la zona euro, en EE.UU. el desequilibrio fiscal permanecerá siempre por encima del 5% e incluso aumentará a partir de 2015.

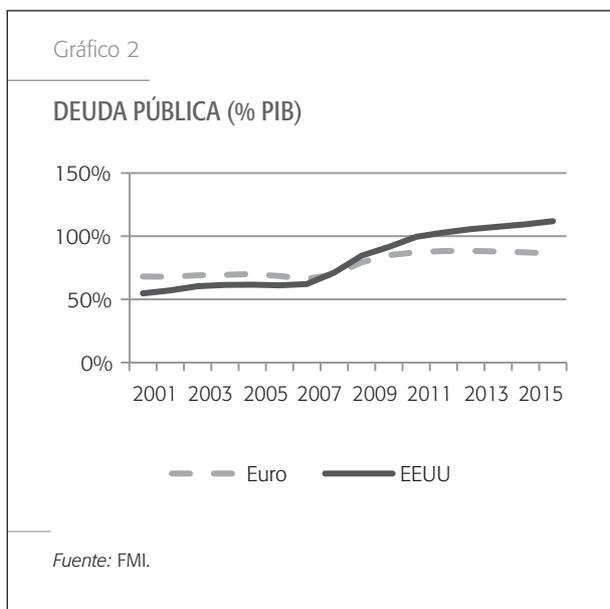
\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

<sup>1</sup> Los datos son del FMI y, aunque son para el conjunto de las administraciones públicas, el reducido tamaño relativo del déficit de los estados americanos y una deuda estatal constante implican que la evolución viene marcada por la deuda federal.



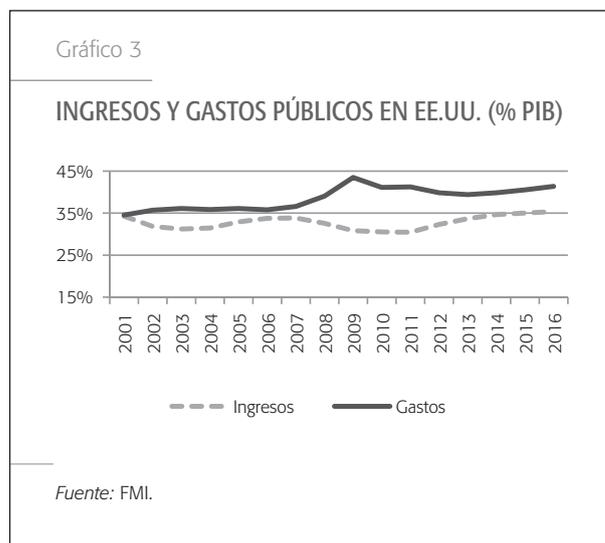
Esta dinámica diferencial se refleja en la evolución del endeudamiento público. Si en los últimos años la zona euro exhibía una tasa de endeudamiento superior a la americana, ello se invierte como consecuencia de la crisis (gráfico 2). Se espera que la deuda pública bruta para el conjunto de las administraciones alcance un máximo del 88% del PIB en la zona euro (2013), para estabilizarse y disminuir ligeramente a continuación. Por el contrario, en EE.UU. y, reflejando los mayores y persistentes déficit, el endeudamiento prosigue con su peligrosa senda expansiva, llegando hasta el 112% en 2016.

Es precisamente esta senda la que ha encendido las alarmas en la economía americana y la que está en el foco de preocupación de expertos y políticos. De con-



tinuar esta trayectoria de endeudamiento, el pago de intereses supondría una parte creciente de los gastos, la deuda privada podría verse excluida de financiación y, en definitiva, podrían surgir dudas sobre la sostenibilidad de la deuda americana, y la economía podría sufrir perturbaciones financieras. A todo ello, debe añadirse la dependencia de la financiación exterior. Aunque tal escenario está lejos de materializarse en una economía tan robusta como la americana, estas preocupaciones están haciendo acto de presencia en la discusión sobre los presupuestos federales para el año fiscal 2012. Estos presupuestos ya podrían formar parte de un programa multianual para conseguir revertir la tendencia prevista para la deuda. Sería precisamente la inexistencia de un plan firme de saneamiento y estabilización fiscal en EE.UU., frente a los rigurosos recortes aplicados en varios países de la zona euro, una de las razones para explicar la distinta evolución del endeudamiento en las dos regiones en los próximos años.

Además del incremento continuo del endeudamiento, una segunda cuestión ha irrumpido con fuerza en el debate fiscal norteamericano, desde un plano más ideológico que económico. Las previsiones de ingresos y gastos muestran un incremento continuado del tamaño del sector público (gráfico 3), a diferencia de lo que ocurre en la zona euro, donde gastos e ingresos vuelven a sus valores de antes de la crisis. No sólo los valores de ingresos y gastos son mayores que antes de la crisis, sino que muestran una clara tendencia creciente. Este apunte es de importancia, dadas las connotaciones ideológicas que tiene un aumento del tamaño del sector público en el espectro político americano.



## Determinantes de los mayores gastos

Los gastos públicos son la variable que experimenta una mayor divergencia respecto a sus valores y tendencias de antes de la crisis. De acuerdo con la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO, 2011), el mayor gasto público federal esperado en los próximos años debe atribuirse principalmente a dos partidas: pago de intereses, derivado del mayor nivel de endeudamiento, y gasto sanitario (también pensiones), que ya ha adquirido un gran peso en el presupuesto total.

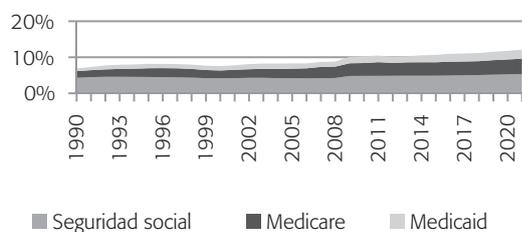
Los mayores costes en sanidad (Medicare y Medicaid básicamente)<sup>2</sup> y pensiones se deben, por este orden, a la introducción de nuevas tecnologías médicas más costosas, aumento del número de beneficiarios y ajustes automáticos por inflación. A largo plazo, el impacto del envejecimiento irá adquiriendo importancia. Así, el número de beneficiarios de la seguridad social aumentará de 53 millones en 2010 a 71 millones en 2021 y el sistema pasará de tener superávit a ser deficitario. La reciente reforma sanitaria también contribuirá a un notable aumento de los beneficiarios de Medicaid a lo largo de esta década.

El resultado puede verse en el gráfico 4, con datos de la CBO. Cabe hacer notar que estas previsiones no están realizadas bajo el supuesto de continuación de las actuales políticas (como los datos del FMI de deuda y déficit), sino de que se adoptarán algunas políticas de freno del

<sup>2</sup> Medicare es un programa público federal que provee atención sanitaria a mayores de 65 años y a personas con discapacidades. Medicaid es un programa público federal y estatal que ofrece atención sanitaria a las personas de menor renta y también a personas con discapacidades.

Gráfico 4

## EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES PROGRAMAS DE GASTO (% PIB)



Fuente: CBO.

gasto<sup>3</sup>. Por lo tanto, el aumento de gastos, especialmente en Medicare, será en realidad mayor si no cambian las políticas económicas.

## La polarización e ideologización del debate fiscal

Esta previsión, si no se adoptan las políticas necesarias, de aumento continuado del endeudamiento de la economía americana y de incremento progresivo del tamaño de su sector público es el contexto fiscal que está mediatizando el debate y negociación políticas sobre los presupuestos federales para el próximo año presupuestario americano (de octubre a octubre) y sobre un potencial plan fiscal plurianual.

Todos los analistas y políticos, cada uno desde su posicionamiento ideológico e intereses, creen que debe adoptarse dicho plan, que asegure la estabilización de la deuda a medio plazo. Sin embargo, unos y otros difieren en cómo lograr el equilibrio fiscal (aumentos impositivos para los demócratas *versus* recortes de gasto los republicanos) y en el periodo de tiempo en el que éste se debe alcanzar.

La nueva mayoría republicana en la Cámara de Representantes, surgida de las elecciones de noviembre, viene influida por el peso adquirido por el movimiento Tea Party,

<sup>3</sup> La razón es que estos frenos al gasto ya han sido aprobados por ley, pero su entrada en vigor ha sido pospuesta año tras año. El supuesto bajo las proyecciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso es que la ley se aplicará, es decir, se asume que no se pospondrán otra vez los frenos.

que representa el ala más conservadora del partido. Entre sus postulados se encuentra el de un papel más reducido del gobierno en la economía, y por ello la cuestión fiscal y presupuestaria está resultando tan polémica<sup>4</sup>. Así, además de un problema económico objetivo, hay también un debate ideológico que es el aumento del tamaño del sector público. En las discusiones y propuestas se mezclan los dos problemas y las soluciones para uno u otro. Por otro lado, esta mayoría republicana, recién llegada a la Cámara, debe demostrar su nuevo poder a la Casa Blanca y Senado demócratas, y la discusión presupuestaria constituye la primera gran oportunidad al respecto. Como consecuencia de esta ideologización y polarización, la obtención de acuerdos en materia fiscal y presupuestaria (elevación del techo de deuda y presupuestos 2012) se está revelando como una tarea titánica para la administración demócrata.

Paradójicamente, la movilización institucional para lograr un acuerdo para los presupuestos de 2012 o quizá un acuerdo plurianual es enorme. Se han creado comisiones bipartidistas, el llamado "grupo de los seis", y cada partido ha hecho un esfuerzo por presentar un presupuesto. Además, un buen número de *think tanks* presenta continuamente propuestas e incluso presupuestos alternativos y la repercusión mediática del debate está siendo notable<sup>5</sup>. Los expertos claman por conseguir un acuerdo entre los dos principales partidos, al estilo del logrado por el Presidente Reagan en la gran reforma fiscal de 1986<sup>6</sup>. Pero todo ello está siendo insuficiente para acercar posiciones y poder aprobar un plan.

Para saber la razón, se puede acudir a la comparación con Europa, donde ya se han aprobado contundentes planes de saneamiento fiscal en muchos países. La diferencia está en que las economías europeas han sufrido la presión de los mercados financieros en forma de mayores primas de riesgo, presión que no han sufrido los bonos americanos. De momento. En abril, Standard & Poor's cambió su previsión para la deuda americana de "estable" a "negativa", debido precisamente a las dificultades políticas de alcanzar un acuerdo en el marco de una deuda creciente<sup>7</sup>. Sin duda, esto podría ser el primer aviso de que la amenaza de un excesivo endeudamiento empieza a verse en los mercados financieros como real.

<sup>4</sup> Ver por ejemplo, <http://thehill.com/blogs/blog-briefing-room/news/107193-gallup-tea-partys-top-concerns-are-debt-size-of-government>.

<sup>5</sup> Véase por ejemplo la propuesta de Heritage Foundation <http://savingthedream.org/>.

<sup>6</sup> Para una breve reseña de la importancia de esa reforma: <http://www.bipartisanpolicy.org/bipartisanship/timeline/tax-reform-act>.

<sup>7</sup> <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en-us/?assetID=1245302886884>

## Los presupuestos para 2012 y antecedentes

En abril, los republicanos ya hicieron una primera demostración de su nueva fuerza política y su exigencia de reducción inmediata del déficit, imponiendo un recorte de más de 38 mil millones de dólares en el presupuesto para el segundo semestre de 2011. El acuerdo se logró *in extremis* una hora antes de la fecha límite, cuya superación hubiera provocado el cierre de las actividades no esenciales del gobierno. El cierre parcial del gobierno ya sucedió en 1995, durante la presidencia del demócrata Bill Clinton. Se suele aceptar que ese cierre perjudicó a la oposición republicana, que vio como Clinton era reelegido al año siguiente. Dado este precedente, el hecho de que los republicanos hayan jugado con la posibilidad de cierre otra vez muestra el poder y el empeño que tienen en su causa fiscal.

La discusión del techo de deuda, que fija regularmente el poder legislativo en términos absolutos, y que actualmente está fijado en 14,3 billones de dólares, también ha mostrado la polarización en el debate fiscal. El techo se hubiera alcanzado el 16 de mayo de no ser por una serie de operaciones extraordinarias de tesorería realizadas por el Tesoro estadounidense, que han conseguido retrasar la superación del techo hasta principios de agosto. El legislativo ha tenido que aumentar el techo de deuda en numerosas ocasiones en el pasado, pero en esta ocasión los republicanos vinculan la aprobación de dicho aumento a la adopción de un recorte de gasto y a la implantación de algún mecanismo automático de corrección del déficit. Si no se llega a un acuerdo, el Tesoro se verá obligado a no cumplir con alguna de sus obligaciones de pago, que puede ser tanto la retención de prestaciones para programas públicos, con el consiguiente coste político-electoral, como el impago de intereses en la deuda, con el consiguiente riesgo para la credibilidad y estabilidad financiera estadounidense e internacional. La administración de Obama se encuentra entre la espada y la pared (o, como opina Paul Krugman, se encuentra "secuestrada" por las exigencias de los republicanos)<sup>8</sup>.

En cierto modo, las discusiones generadas para la aprobación del presupuesto del segundo semestre y la elevación del techo constituyen un aperitivo o antecedente de lo que será el debate de los presupuestos para 2012. Ya a finales de 2010 dos comisiones bipartidistas presentaron sendas propuestas de presupuesto, planteando una reducción del déficit de unos cuatro billones

de dólares en los próximos diez años, mediante una combinación de aumento de ingresos y recorte de gastos, con el objetivo estabilizar la deuda alrededor del 60% del PIB en 2020.

La administración Obama presentó su plan multianual en abril. De acuerdo con él, el déficit se recortaría en cuatro billones de dólares en los próximos doce años. Ello se conseguiría básicamente con recortes de gasto en áreas diferentes de Medicare y Medicaid, como por ejemplo, en defensa, en combinación con aumentos impositivos. Entre estos últimos, destacaría la no renovación en 2012 de los recortes fiscales aprobados en la era Bush. Esta propuesta ha sido criticada por no detallar suficientemente los recortes de gastos y no incluir ninguna reforma substancial de los programas que protagonizan el aumento del gasto en las próximas décadas (Medicare, Medicaid y pensiones)<sup>9</sup>.

La contrapropuesta republicana propone un recorte del déficit de 4,4 billones en los próximos diez años, basado únicamente en una elevada disminución del gasto, que volvería a su media histórica, pues los ingresos también disminuirían (como porcentaje del PIB; los recortes fiscales de la época Bush se tornarían permanentes). Los menores gastos provendrían de una reforma de los programas Medicare y Medicaid y menores gastos en otras áreas. Medicaid se financiaría con una transferencia fija a los estados indexada a la inflación general en vez de a la inflación en el sector de la medicina, mucho mayor. En el caso de Medicare, se pasaría a subvenciones de seguros privados en vez de provisión directa. La mayor competencia entre aseguradoras disminuiría el coste y ello explicaría el menor gasto previsto. Sin embargo, de acuerdo con los cálculos de la CBO, los beneficiarios de Medicare pasarían de pagar 25-30% de la asistencia al 68% en 2030<sup>10</sup>. En 2050, la deuda americana estaría pagada. Se ha reprochado a los republicanos que su propuesta transfiera a los estados y ciudadanos los costes del envejecimiento, en vez de reducirlos y que elimine totalmente el endeudamiento, en vez de simplemente estabilizarlo<sup>11</sup>.

En definitiva, la propuesta demócrata retrasa el recorte fiscal y no afronta directamente los retos en Medicare y Medicaid, mientras que la propuesta republicana hace re-

<sup>9</sup> Véase por ejemplo: *Balancing the US Budget*, en Brookings (6 abril 2011) u *Obama's debt plan sets stage for long battle over spending*, en el New York Times (13 abril 2011).

<sup>10</sup> *The Deficit Hawk's case against Rep Payl Ryan*, en Brookings (8 abril 2011).

<sup>11</sup> Véase por ejemplo, *As a government shutdown looms (...)*, en *The Economist* (7 de abril) u *Only tax rises can fix America's budget mess*, en *Financial Times* (25 abril).

<sup>8</sup> *America held hostage*, en *The New York Times* (15 mayo 2011).

caer todo el ajuste sobre los gastos y lo concentra más en el tiempo. Cada una de estas características está siendo inasumible para el otro partido. Un potencial acuerdo sólo puede partir de las propuestas equilibradas lanzadas inicialmente por las comisiones bipartidistas.

## Conclusión

El análisis realizado muestra que el mayor gasto público previsto para EE.UU. en los próximos años se debe, además de al creciente pago por intereses, al impacto del envejecimiento y de las nuevas tecnologías sobre el sistema sanitario y de pensiones. Ello nos indica, en primer lugar, que el mayor gasto a largo plazo se deriva, en gran parte (aunque no totalmente), de la evolución demográfica y tecnológica, y no de decisiones discrecionales de la actual o anterior administración. Achacar el reto fiscal únicamente a las decisiones de una administración en particular, o a una ideología en concreto, sería una equivocación en el proceso de identificación de las respuestas adecuadas. Esta neutralidad ideológica del problema reclamaría otra neutralidad ideológica en la respuesta, esto es, una solución basada en una combinación de aumento de ingresos y disminución o control de gastos, solución que sería la única que podría cosechar el acuerdo necesario entre los dos partidos. Ello descartaría propuestas como la republicana.

En segundo lugar, dado que el envejecimiento y la innovación tecnológica son tendencias a largo plazo, una respuesta definitiva no puede ser simplemente un recorte puntual de los gastos, sino que debe consistir en una decisión sobre cómo controlar la evolución de los gastos sanitarios y de pensiones con el tiempo, es decir, cómo indexarlos a la evolución económica y demográfica. Algu-

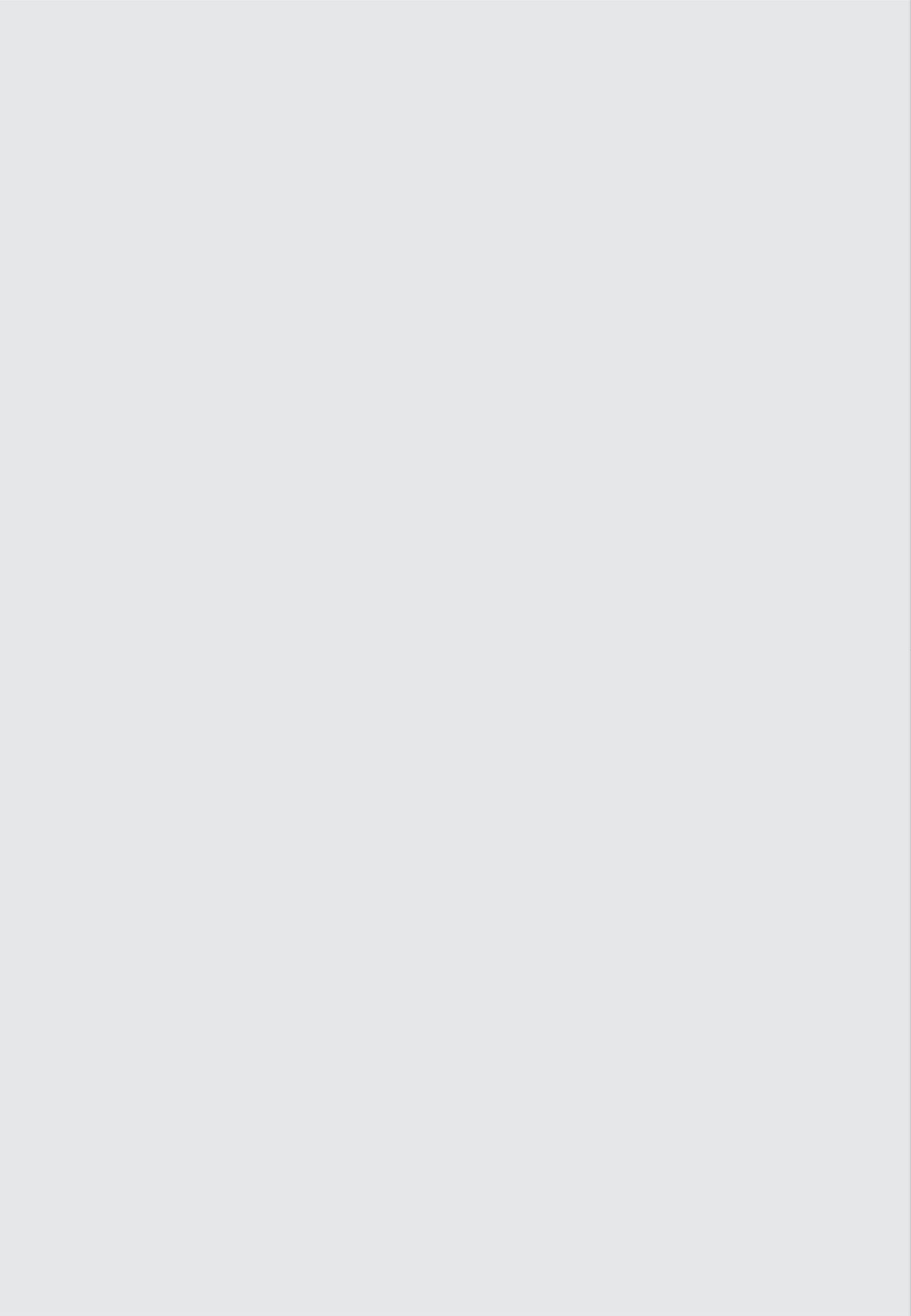
nos expertos y políticos están reclamando la aprobación de alguna regla automática de déficit o de deuda<sup>12</sup>. Pero el fracaso de la actual regla de techo de deuda demuestra que las reglas o indexaciones no deberían ser generales sino aplicarse directamente a los principales programas sanitarios y de pensiones, y deberían ser difíciles de sortear por la administración de turno. Por lo tanto, un acuerdo bipartidista no debe buscar tanto una determinada cuantía de recorte, como está siendo el caso, sino una modificación o adaptación cualitativa de los programas sanitarios y de pensiones a la evolución demográfica y tecnológica. Esta demanda descarta propuestas como la demócrata, que no afronta con claridad el reto en Medicare y Medicaid.

La solución correcta es pues amplia y compleja, y necesitará de un largo debate y distintas propuestas equilibradas cercanas a las planteadas por las comisiones bipartidistas. En este sentido, los republicanos deberían aceptar aumentar el techo de deuda y no provocar un mero acuerdo de corto plazo, pues ello daría más tiempo para alcanzar una solución verdadera y de largo plazo a un problema de largo plazo. En todo caso, es difícil pensar que la solución a tal reto fiscal se pueda alcanzar en las negociaciones de los presupuestos, tan polarizadas como están. Además, 2012 es año electoral, lo que también dificultará un clima político propicio para acuerdos bipartidistas el año que viene. En definitiva, el escenario más plausible es que este verano y en 2012 se consigan acuerdos puntuales, pero no se afrontarán los problemas fiscales subyacentes explicados más arriba, hasta 2013.

## BIBLIOGRAFÍA

Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2011 to 2021*, Congreso de los Estados Unidos, Enero 2011.

<sup>12</sup> *Idea rebounds: automatic cuts to curb deficits*, en *The New York Times* (15 mayo de 2011).



# Crisis de deuda en los países desarrollados

David Cano

Daniel Suárez\*

## 1. Introducción

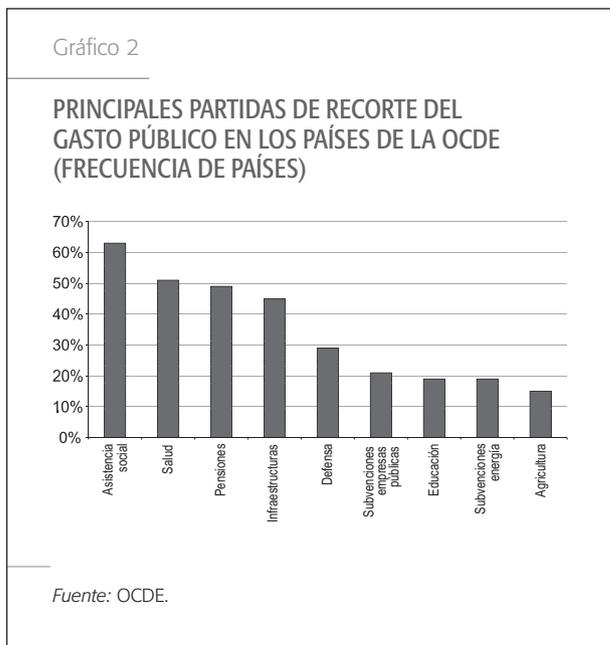
En marzo de 2009 se debatía sobre la capacidad para poner freno a la intensa caída del PIB en los países desarrollados. La discusión giraba en torno a dos puntos (entre otros). Por un lado, la eficacia de la política monetaria en un contexto de crisis financiera y, por lo tanto, de disfunciones en la transmisión vía canal bancario de los estímulos monetarios. El otro gran foco de discusión eran los efectos a corto, medio y largo plazo del fuerte incremento del gasto público dirigido a estimular la demanda agregada. Algo más de dos años después, existe consenso (al menos entre las autoridades económicas internacionales) en que las distintas medidas han funcionado. Se ha puesto fin a la crisis financiera, al menos, en lo que respecta a los problemas de solvencia de las entidades y a su exposición a activos financieros tóxicos. Y también se ha cerrado la Gran Recesión, como certifica que tanto EEUU como Alemania hayan marcado en el arranque de 2011 un máximo histórico en su PIB. Es tiempo ahora de debatir sobre las consecuencias de la crisis, de las medidas tomadas y de ciertos desequilibrios que no se han corregido sino que, en algunos casos, se han intensificado, como el elevado apalancamiento de los agentes, especialmente de las familias. Pero no son el único foco de preocupación. El esfuerzo de la mayoría de gobiernos por reducir la intensidad de la caída del PIB y minorar su impacto sobre la renta disponible de los ciudadanos, se ha traducido en un aumento del nivel de deuda hasta niveles que ponen en peligro su capacidad de pago,

más aún, si tenemos en cuenta el contexto de reducido crecimiento y las bajas tasas de inflación que se anticipan para los próximos años en los países desarrollados. Aspectos adicionales, como el envejecimiento de la población aumentan el interés por la sostenibilidad de la deuda pública y medidas para reducirla.

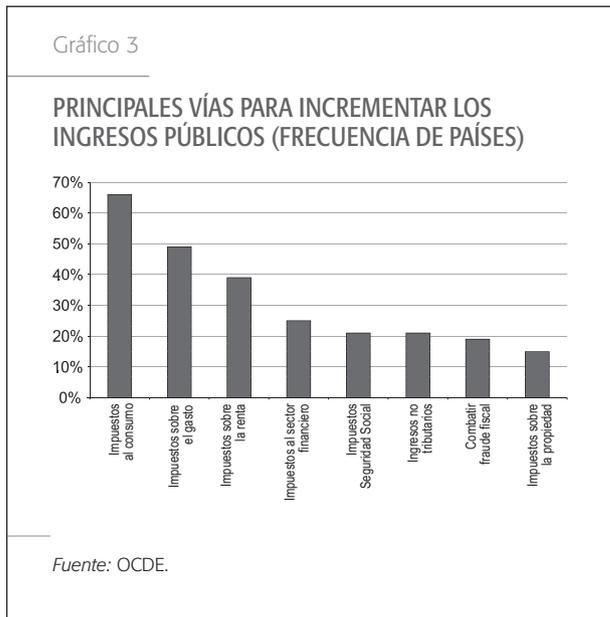
## 2. La deuda de los países del G7 supera el 100% del PIB. Aspectos comunes

Sin excepción. Todos los países desarrollados presentan una variación al alza en su nivel de endeudamiento desde que se inició la Gran Recesión. Como se puede observar en el gráfico 1, el G7 ha superado ya la cota del 100% del PIB, una situación que parece insostenible. Es verdad que no es la primera vez que se alcanzan estos niveles. Uno de los resultados, desde una perspectiva económica, de la Segunda Guerra Mundial fue un incremento del nivel de deuda en los principales países implicados hasta situarse en una cifra similar a la actual. Pero entonces, a diferencia de lo que se puede esperar ahora, comenzó un proceso de fuerte expansión del PIB nominal (tanto por aumento del PIB real como por la inflación) que favoreció una intensa cesión de la ratio. De hecho, el nivel de deuda de los estados en unidades monetarias continuó subiendo año a año, pero en menor proporción a lo que la hacía el PIB nominal. En la década de los sesenta del siglo pasado quedó bien claro que la mejor vía para pagar la deuda es creciendo y/o generado inflación. La sentencia contraria también es cierta: sin crecimiento y sin inflación (o, peor aún, deflación) es muy difícil (¿imposible?) reducir el endeudamiento.

\* Afinet Global EAFI y Analistas Financieros Internacionales.



Por lo tanto, nos encontramos en los países desarrollados (que no en los emergentes, como se aprecia en el gráfico 1) con un excesivo apalancamiento público que, a tenor de las expectativas de crecimiento del PIB y de la inflación, será difícil resolver si no se aplican importantes recortes del gasto público. Este ajuste presupuestario se revela como la única alternativa para recuperar la credibilidad fiscal, cuya consecuencia en términos de crecimiento económico es clara: no se puede esperar que el consumo público aporte crecimiento al PIB como antaño. Pero es que, además, cualquier reducción del gasto público pasa por un aumento de los impuestos, en gran medida por los de más fácil implantación, como es el caso de los impuestos al consumo (OCDE, 2011). La contrapartida de aumentar la presión fiscal en impuestos indirectos es el impacto sobre el consumo de las familias, otra de las variables que se van a ajustar a la baja en los países desarrollados. Y a todo ello se le deben sumar las consecuencias del envejecimiento de la población que, según el FMI (2010), puede suponer un aumento del gasto público de hasta el 10% anual en 2050.



### 3. Aspectos diferenciales por países. Variables que condicionan la sostenibilidad de la deuda pública

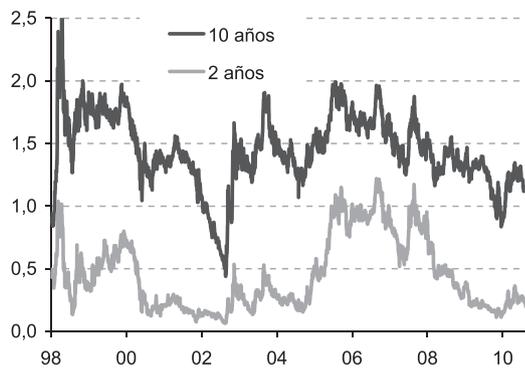
Por lo tanto, la obligación de consolidación fiscal se revela común a todos los países desarrollados y las alternativas para implantar también son similares. Ahora bien, existen elementos diferenciales que condicionan, no sólo la cuantía necesaria de reducción del déficit público y del nivel acumulado de deuda, sino también del ritmo al que se aplica.

#### 3.1. Japón. Cuando el endeudamiento público convive con el ahorro doméstico

Uno de los casos más singulares es el de Japón. Como señala Garrote (2010), la larga etapa de recesión/estancamiento del país nipón desde el inicio de la década de los noventa ha derivado en un aumento de la ratio de deuda pública desde el 60% del PIB hasta el 200% en la actualidad. Sin embargo, a pesar de ser el Tesoro más endeudado del mundo, nadie habla de insostenibilidad y, si bien no presenta la máxima calificación crediticia, las notas actuales (AA- con perspectiva negativa según S&P) son elevadas.

Gráfico 4

## EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA JAPONESA (EN %)



Fuente: Reuters.

Como se puede observar en el gráfico 4, la evolución de los niveles de rentabilidad en los últimos años tampoco sugiere la exigencia de primas por riesgo de crédito por parte de los inversores en títulos emitidos por el Tesoro japonés. Pero no se puede extrapolar al resto de países el mensaje tranquilizador que se extrae de la experiencia japonesa en las dos últimas décadas, dado que responde a ciertas especificidades económicas y financieras sólo presentes en aquel país. Pero, además, Japón debería ser consciente de que gran parte de esos factores estabilizadores van a revertirse a medio y largo plazo. Es prioritario, por tanto, implantar programas de consolidación fiscal, que el FMI (2011) cuantifica en un 12% del PIB entre 2011 y 2015.

Siguiendo a Garrote (2011), los elementos diferenciales con los que cuenta Japón y que permiten, de momento, que su Tesoro sume una deuda emitida por importe equivalente al 200% del PIB son:

1. Elevado volumen de activos financieros en manos de las administraciones públicas, que provocan que el endeudamiento neto se reduzca hasta el 100% del PIB.
2. El 40% del total de la deuda pública bruta está en manos de instituciones públicas o semipúblicas nacionales, que presentan un claro sesgo doméstico en la composición de su cartera de inversión financiera. Así, el Fondo de Reserva de las Pensiones Públicas posee más de un 10% del total de la deuda pública (es decir, una cantidad equivalente al 20% del PIB). Por su parte, el Banco de Japón, a

través de su particular *quantitative easing*, iniciado en marzo de 2001, cuenta con un 8% del total de la deuda emitida. Además, Japan Post, el mayor banco japonés que, aunque empezó a privatizarse a finales de 2007, todavía es propiedad del Gobierno en más de un tercio, posee el 25% del total de los pasivos del Tesoro (el 70% de su cartera de inversiones financieras es deuda pública del país).

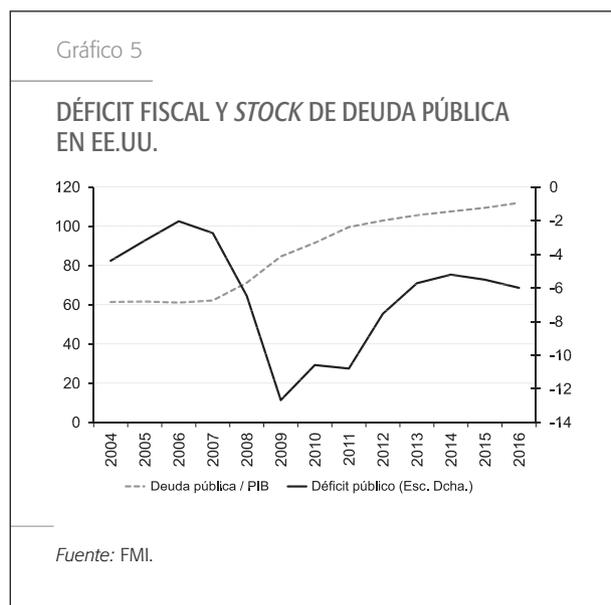
3. Importante ahorro de hogares y de empresas no financieras que se ha canalizado, a través de las instituciones financieras, hacia el mercado de deuda soberana japonesa. El *stock* de activos financieros por parte de las familias supone en torno al 300% del PIB, del cual, más de la mitad son depósitos que, en gran medida, son dirigidos por las instituciones financieras hacia la adquisición de títulos públicos.
4. Un último factor diferencial, consecuencia de los tres anteriores, es la escasa presencia de inversiones internacionales, ya que apenas acaparan un 5% del total de la deuda emitida.

En definitiva, si bien el Gobierno japonés es el más endeudado del mundo, la elevada tasa de ahorro nacional, junto con el persistente saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, le permite contar con una más que suficiente demanda doméstica. La inexistencia de inversores internacionales es un claro elemento de sostenibilidad, a menos corto plazo, del déficit fiscal. En sentido contrario, depender de la financiación externa es uno de los principales elementos de vulnerabilidad, sobre todo a corto plazo, por la potencial negativa de los inversores a seguir adquiriendo deuda. Los casos de los denominados países PIIGS son un claro ejemplo.

### 3.2. EEUU. Cuando gozas de prestigio internacional y de un banco central "heterodoxo"

Decíamos en el apartado anterior que la urgencia por reducir el nivel de endeudamiento está condicionada por el porcentaje que de esa deuda esté en manos de no residentes. Según esta tesis, EEUU es un claro ejemplo de un país vulnerable, toda vez que a una ratio de deuda sobre el PIB que ha superado ya el 100%, se le debe sumar una proporción de tenedores no nacionales de bonos emitidos por su Tesoro del 50% y un persistente déficit por cuenta corriente (en el entorno del 3% del PIB). La advertencia por parte de la agencia de *rating* S&P el pasado mes de abril, al situar en perspectiva negativa la calificación crediticia (todavía sigue siendo la máxima, es decir, AAA), es toda una señal de que aquel país debe

comprometerse con un intenso proceso de reducción del déficit. Según el FMI (2011), este ejercicio va a saldarse con un desequilibrio presupuestario del 10,75% (el más alto entre las economías avanzadas), a pesar de que el PIB puede avanzar un 2,8%. En definitiva, será el único país que en 2011 experimente un aumento del déficit ajustado por el ciclo económico, a pesar de estar éste en una clara fase expansiva (señalábamos en la introducción que ya ha recuperado todo lo perdido durante la Gran Recesión). El FMI (2011) estima en un 11% del PIB el ajuste fiscal necesario en EEUU en el período 2011-2015. En el momento de escribir estas líneas, no se ha producido el acuerdo entre demócratas y republicanos sobre la reducción del gasto público, pero es clara la dirección que debe tomar en próximos meses. Ahora bien, la credibilidad internacional que todavía tiene EEUU y el papel de reserva internacional que juega el dólar estadounidense (USD) son factores que no introducen urgencia en el proceso de consolidación fiscal. Pero, insistimos, no eliminan su incuestionable aplicación.



En el caso de EEUU, juega a su favor, aunque sólo sea a corto plazo, la actitud de la Reserva Federal. Tras el éxito del primer programa de *quantitative easing*, mediante el que adquirió 1,25 billones de USD en titulaciones hipotecarias (MBS, por sus siglas en inglés) y 170.000 millones de USD en bonos senior emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac, el 3 de noviembre de 2010 anunció la puesta en marcha del *quantitative easing 2.0*<sup>1</sup>. Según este programa, el banco central de EEUU ha comprado, hasta finales de junio de 2011, momento de su finalización, 600.000 millones de USD en deuda emitida por el

Tesoro estadounidense. En un claro ejemplo de monetización del déficit público, la Reserva Federal ha adquirido, según PIMCO<sup>2</sup>, el 70% de toda la deuda emitida por el Tesoro de aquel país, hasta convertirse en el principal tenedor de *treasuries*. El apoyo, por tanto, del banco central a su tesoro vía aumento de la base monetaria ha sido clarísimo en EEUU, en una actuación justificada por el doble objetivo de la política monetaria: control de la inflación y pleno empleo. En este sentido, Chung y otros (2011) cuantifican en 1,5% la reducción de la tasa de paro (3 millones de puestos de trabajo) provocada por el QE 2.0., mientras que estiman que el impacto inflacionista será de hasta un 1% a mediados de 2011, lo que evitará la deflación, verdadero riesgo en EEUU, según la Reserva Federal (o, al menos, cuando se decidió implantar la nueva ronda de expansión monetaria, momento en el que las materias primas no habían iniciado la escalada en precio que llevó al barril de petróleo a la cota de 125 USD).

En conclusión, aunque la situación fiscal en EEUU, tanto por el nivel de déficit público (por encima del 10% del PIB) como por el volumen de deuda acumulada (superior al 100% del PIB) y las tenencias de no residentes (50%) podría calificarse como "preocupante", no es el caso, por más que S&P haya situado el *outlook* en negativo. La estabilización de los niveles de rentabilidad de la deuda pública es un claro reflejo de ello, similar a lo comentado para Japón. La credibilidad de EEUU, contar con la moneda de reserva internacional, así como la "complicidad" de su propio banco central, son factores que reducen la urgencia de aplicar un programa de consolidación fiscal. Pero que no sea urgente no implica, ni mucho menos, que no sea necesario.

### 3.3. España o el elevado nivel de endeudamiento privado

Nos adentramos ahora en Europa, donde las diferencias por países son notables. Y queremos llamar la atención sobre el caso español, dado que el Tesoro es uno de los que presentan una de las cotas más bajas de *stock* de deuda (ligeramente por encima del 60% del PIB). Pero está claro que los riesgos que perciben los inversores internacionales (quienes, por cierto, acaparan un 50% del total de deuda emitida, lo que aumenta nuestra vulnerabilidad) proceden de la agregación de la financiación del conjunto de la economía.

Es decir, en el diagnóstico sobre la necesidad de consolidación fiscal de un gobierno, debe analizarse la posi-

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

<sup>2</sup> <http://www.pimco.com/Pages/Two-Bits-Four-Bits-Six-Bits-a-Dollar.aspx>

ción de los agentes privados, especialmente familias y, desde el estallido de la crisis financiera, entidades crediticias. El compromiso de sostener a los sistemas financieros por parte de los estados provoca que los inversores consoliden a la deuda pública la del sistema financiero, ante el temor de que éste puede tener problemas de solvencia. Un vínculo al que se le añade la deuda de las familias, debido al temor de que el enquistamiento de la tasa de paro en niveles elevados derive en un incumplimiento del pago de las deudas por parte de las familias y éste, en una insolvencia del sistema crediticio, que obligaría al Estado a asumir su deuda. Esta dinámica es, sin duda, la que está provocando tensiones en la capacidad de financiación internacional del conjunto de agentes españoles que, no obstante, no ha llegado al extremo de Grecia, Irlanda y Portugal. España está consiguiendo financiarse en los mercados internacionales, si bien, a un coste diferencial de entre 200 y 300 pb, lo que sin duda, supondrá un lastre para unas ya pobres perspectivas de crecimiento económico para el próximo lustro.

### 3.4. Grecia, ¿en una senda sostenible?

Un año después de que Grecia recibiera el primer programa de ayuda, de los tres que se han aprobado hasta la fecha para economías de la eurozona (Irlanda y Portugal completan la lista), las dudas sobre el nivel de solvencia de la economía helena, lejos de recuperar visibilidad, han vuelto a ganar peso. Y es que la probabilidad de que la deuda griega haya entrado en una senda insostenible no es despreciable. Desde un punto de vista teórico, esta dinámica tendría las siguientes consecuencias:

- Primero, cuando la deuda se hace insostenible el valor neto actual (VNA) de su saldo es realmente inferior a su valor nominal, ya que no es posible efectuar el reembolso completo. Un endeudamiento adicional por parte de la entidad soberana reduce el valor de los títulos de crédito de los acreedores existentes.
- Segundo, al aumentar la relación entre la deuda y el PIB suben las tasas de interés reales en el país deudor. La entidad soberana puede tratar de aumentar los impuestos o adoptar otras medidas para atender el servicio de la deuda, pero todas esas medidas van en detrimento del crecimiento económico. Éste se torna vacilante y, en algún momento, el propio PIB real puede comenzar a reducirse, incrementándose así aún más la relación entre la deuda y el PIB. Al mismo tiempo, el incremento de la tasa de interés real provoca un aumento del coste de la deuda por concepto de intereses.

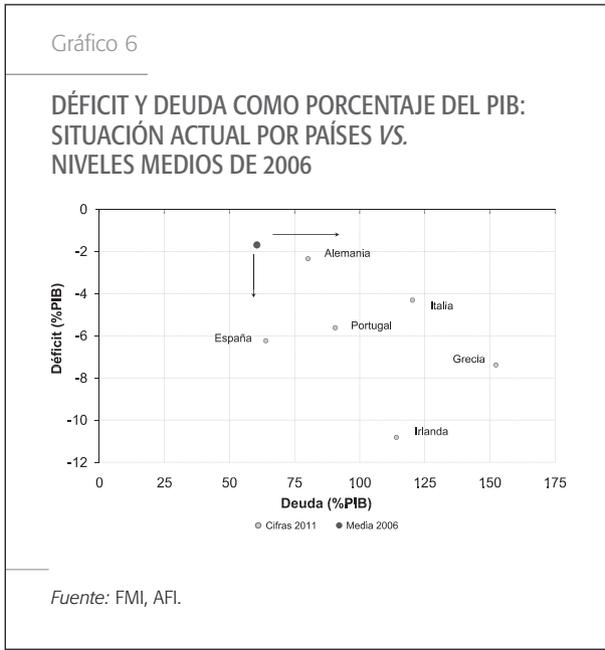
- Tercero, cuando la suma de la tasa de crecimiento real de la economía y el superávit primario, expresado como porcentaje del PIB, es menor que los pagos de intereses, como porcentaje del PIB, la relación entre deuda y PIB aumenta indefinidamente.
- Cuarto, al incrementarse el servicio de la deuda, los prestamistas consideran cada vez más improbable que la deuda resulte sostenible y, en determinado momento, se interrumpe, quizás abruptamente, la afluencia de fondos.
- Quinto, un hecho importante es que si la deuda es manifiestamente insostenible, se llega a un punto en que el verdadero VNA del superávit primario del deudor puede ser mayor si la deuda se reestructura, ya que pueden mejorar las perspectivas de crecimiento de la economía y bajar las tasas de interés reales. En ese contexto, denominado sobreendeudamiento, una reestructuración ordenada y sin demora de la deuda puede beneficiar tanto a los acreedores como a los deudores.

En suma, podemos concluir que la deuda es insostenible cuando, dado un conjunto realista y previsible de medidas y circunstancias, la relación entre la deuda y el PIB aumenta sin límites. El propio FMI, en diferentes discursos y presentaciones, apunta que una deuda soberana es sostenible cuando el país, aplicando una serie de medidas razonables, puede atender el servicio de la deuda hasta el punto en que la relación entre la deuda y el PIB llega a estabilizarse o reducirse. ¿En qué situación se encuentra Grecia?

Antes de plantear el análisis de sostenibilidad de la deuda vamos enmarcar las cifras presupuestarias de Grecia en una doble perspectiva: (1) evolución reciente –*time series analysis*– y (2) cifras comparadas –*cross section analysis*–.

En este ejercicio observamos que Grecia e Irlanda han sido los dos países que más se han alejado de las cifras medias de 2006 en déficit y deuda, medidos como porcentaje del PIB. Así, frente a un déficit medio en la muestra seleccionada del Área euro del 1,7% y una deuda del 60% del PIB, las cifras estimadas para 2011 en Grecia alcanzan el -7,4% y 152% respectivamente. Irlanda, con un déficit público estimado en 2011 del -10,8% del PIB, es el único país que supera el desequilibrio presupuestario de Grecia.

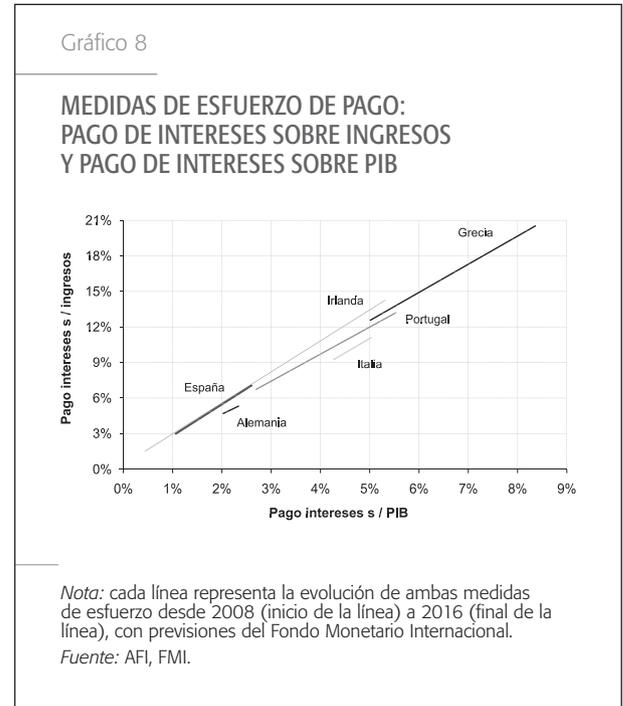
Ahora bien, cuando analizamos los componentes cíclico y estructural de los niveles de déficit, encontramos diferencias notables entre la situación de Grecia y, por ejemplo, la de Irlanda, que es la otra economía que destaca por su elevado nivel de déficit estimado en 2011.



Cabe recordar que la parte del saldo presupuestario, que viene determinada por las decisiones discrecionales, se califica como estructural, mientras que su componente cíclico se encuentra asociado a las oscilaciones transitorias del nivel de actividad. Y en este punto, observamos que el 98% del déficit de Grecia, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, es de carácter estructural frente al 55% de Irlanda. Una composición del saldo presupuestario griego escorada hacia la vertiente estructural y, por tanto, con implicaciones en términos de carga sobre las generaciones futuras, que debe ser evaluada no sólo en términos redistributivos sino también en función de criterios de eficiencia económica.



La carga de intereses, como porcentaje de los ingresos y del PIB, es una medida de esfuerzo de pago que también ayuda a diferenciar la posición relativa de cada país dentro de la muestra seleccionada en el Área euro. Y en este punto, de nuevo Grecia e Irlanda vuelven a destacar tanto por el deterioro desde el punto de partida en 2008, como por la posición estimada en 2016 frente al resto de comparables. Así, en el gráfico 8 observamos que las líneas tendenciales de Irlanda y Grecia son las más extensas, recogiendo el deterioro desde el punto de inicio –2008– al de llegada –2016–; además, en el caso de Grecia, el nivel estimado para 2016 recoge una carga de intereses que supondrán el 21% de los ingresos y el 8% del PIB. En Irlanda y Portugal, la carga de intereses en 2016 supondrá más del 12% de los ingresos y cerca de un 6% del PIB, niveles de esfuerzo muy exigentes y alejados de otros países periféricos como Italia o España.



Una vez enmarcada la posición relativa de cada país en clave de saldo presupuestario, niveles de deuda y medidas de esfuerzo, vamos a analizar la dinámica de sostenibilidad de la deuda pública griega. La restricción presupuestaria del sector público establece que la variación experimentada por la deuda pública durante el año  $t$  es igual al déficit existente en ese ejercicio. Además, relaciona la variación de la deuda con su nivel inicial (que afecta a los intereses pagados) con el gasto público y los impuestos actuales.

Planteamos la composición del déficit como la suma de dos términos:

1. Los intereses pagados de la deuda:  $r * \text{Deuda } t-1$  con  $r =$  tipo de interés real (descontada la inflación) de la deuda.
2. El saldo primario, como la diferencia entre gasto público (excluidos intereses) e impuestos: G-T.

Así, la ecuación que define la dinámica de la deuda pública, y los componentes que definen que ésta sea o no sostenible a medio plazo, entendida la sostenibilidad como la generación de un techo en su aumento y su posterior reversión hacia una senda de reducción progresiva, sería:

$$\text{Variación deuda } t = \text{Saldo primario } t + \text{Deuda } t-1 * \text{Coste real } t - \text{Deuda } t-1 * \text{Crecimiento PIB real } t$$

Por tanto, la ecuación nos deja dos vías clave para la estabilización de la ratio de deuda pública/PIB:

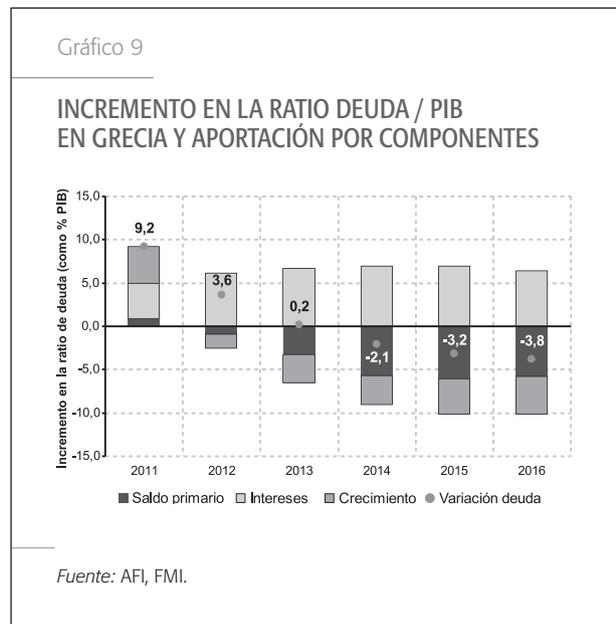
1. Tasas de crecimiento económico superiores a la tasa de interés real de la deuda, o lo que es lo mismo, generación de ingresos (impuestos) suficientes para compensar el pago del servicio de la deuda (intereses);
2. Consolidación fiscal: hacia menores déficit primarios o mayores superávit primarios.

Apoyándonos en esta ecuación, y a partir de las estimaciones del Fondo Monetario Internacional, analizamos, por componentes, la dinámica de la ratio deuda / PIB en Grecia. Una ratio que podría cerrar 2011 en niveles del 152% y que, según el FMI, se situaría en 2016 en el 145%. Una reducción del nivel de deuda sobre PIB que comenzaría en 2014 y que vendría de la mano de (i) generación de superávit primarios y (ii) previsiones de crecimiento económico que lograrían compensar un pago del servicio de la deuda (intereses) que aportará más de seis puntos porcentuales a la ratio deuda / PIB en cada uno de los próximos cinco años (ver gráfico 9).

Partiendo de las previsiones del FMI con las que hemos realizado el análisis de sostenibilidad, la deuda expresada como porcentaje del PIB en Grecia encontraría un techo en 2013 (157%) y posterior reversión hacia una senda de reducción muy progresiva, encajando, por tanto, con la definición de sostenibilidad. Con todo, los riesgos sobre las previsiones en materia de crecimiento económico y saldos primarios en la ventana 2012-2016 están sesgados hacia el lado negativo. Y es que los superávit primarios superiores al 6% del PIB que contemplan las previsiones del FMI no se han observado en la última década de crecimiento en Grecia. Además, ante la fuerte consolidación fiscal que está experimentando la economía griega, las tasas de crecimiento medias del PIB del orden

del 2,2% que contempla el FMI en la ventana 2012-2016 podrían ser muy vulnerables a una eventual desaceleración de la demanda global, mermando la contribución del sector exterior al cuadro macroeconómico heleno.

Resumiendo, el efecto “bola de nieve” de los intereses elevará cada año más de cinco puntos porcentuales la ratio deuda / PIB. Un incremento que deberá ser compensado por crecimiento económico y/o generación de superávit primario. La conjugación simultánea de estas dos últimas variables en un escenario de consolidación fiscal no es tarea sencilla, y así lo están interpretando unos mercados financieros que están empezando a valorar la probabilidad de medidas adicionales para reconducir hacia una senda de sostenibilidad a la deuda griega.



### Bibliografía

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. “Informes diarios de análisis económico y de mercados” y “Notas para el análisis”. Varias fechas.

CHUNG, H., LAFORTE, J.P., REIFSCHEIDER, D. y WILLIAMS, J.C. (2011): “Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed’s Asset Purchases”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2011-03.

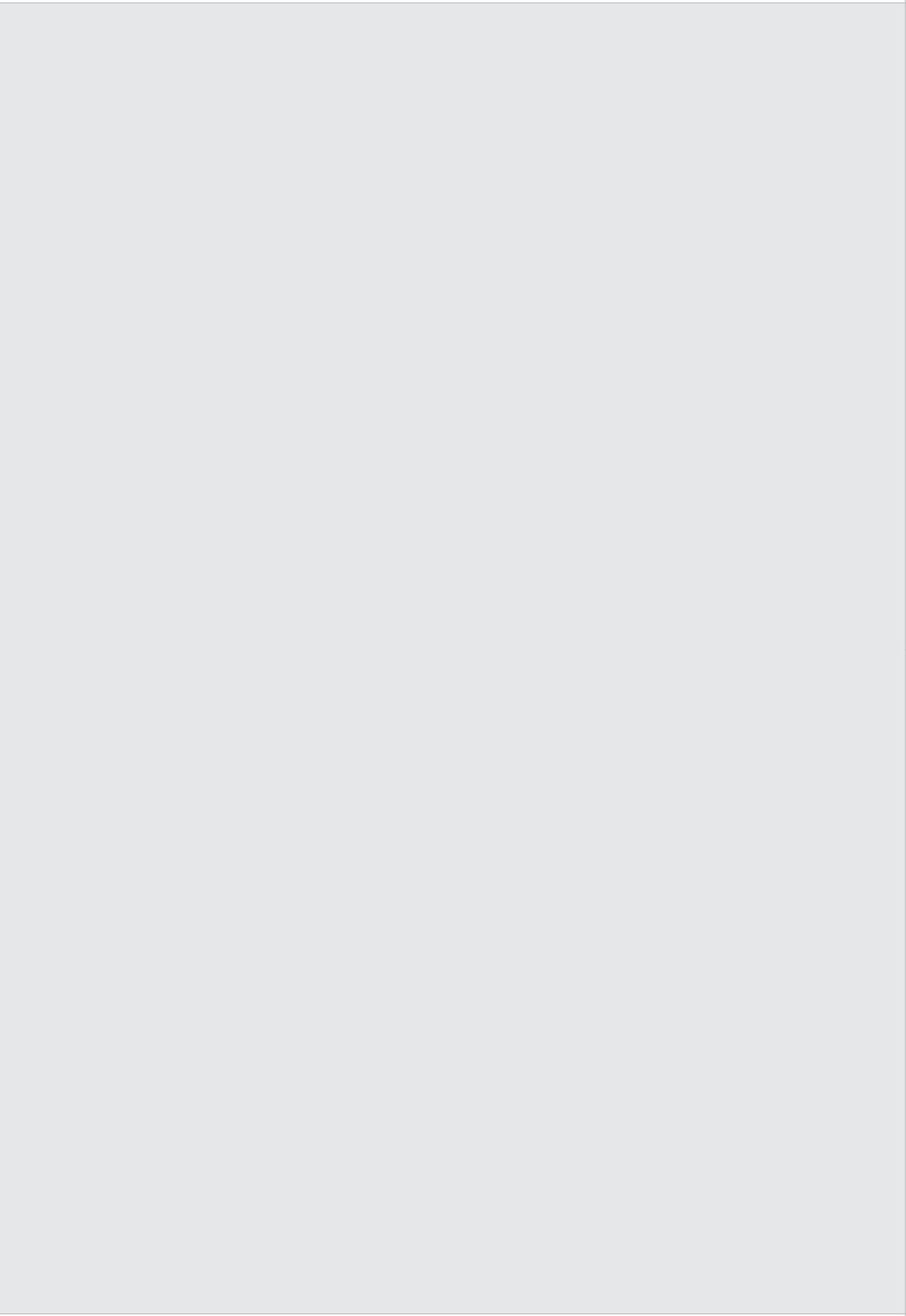
FMI (2010), *World Economic Outlook*, abril.

FMI (2011), *World Economic Outlook*, abril.

GARROTE, Daniel (2010): “Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón”, *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.

OCDE (2011): *Economic Outlook*, nº 89, mayo.

ROUBINI GLOBAL ECONOMICS (2011): *Greek Public Debt is Currently Unsustainable*, mayo.



# Informes de los organismos económicos internacionales

Resumen de la redacción de Cuadernos

Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes los realiza la redacción de *Cuadernos de Información Económica*.

Este número ofrece las Perspectivas de primavera de la Unión Europea, y las Perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

## 1) Perspectivas de primavera de la Unión Europea

La economía europea sigue su proceso de recuperación gracias a las medidas implementadas y al auge de la demanda, tanto interna como externa. Ahora bien, hay varios países de la Unión que todavía tienen que enfrentarse a graves desequilibrios económicos. La recuperación de esta crisis será más lenta que en el caso de otras anteriores para Europa y otras economías avanzadas, siendo el panorama muy diferente en el caso de las economías emergentes, con fuertes tasas de crecimiento, sobre todo en China e India.

Por el lado negativo, la inflación experimentará un auge a lo largo de 2011 debido esencialmente al incremento del precio de las materias primas, destacando la evolución alcista del precio del petróleo. Dos fuentes ex-

ternas de incertidumbre para la Unión son la inestabilidad política de algunos países productores de petróleo y la catástrofe japonesa. A pesar de ello, la evolución de la economía europea será favorable durante éste y el próximo año.

### Una lenta recuperación para algunas economías avanzadas

Las economías más perjudicadas por los efectos de la crisis tienen grandes desafíos en el horizonte, como puede ser la necesidad de reducir el elevado apalancamiento de los hogares y empresas, realizar reformas estructurales o mejorar la solvencia del sector financiero.

Mientras que los efectos de la crisis mundial en China e India han seguido un patrón en forma de V, con un fuerte rebote en la producción industrial, en el mundo avanzado la recuperación es más moderada, pudiendo distinguir dos tipos de países. Los primeros, dentro de los que encontramos a Estados Unidos, España y los países de la periferia europea, han sufrido más fuertemente los efectos de la crisis y se caracterizan por el reducido empuje de la demanda interna causada por los procesos de desapalancamiento y la necesidad de implementar fuertes ajustes fiscales. En cambio, otros países, como es el caso de Alemania, que si bien han sufrido los efectos de la crisis, éstos han estado relacionados con las interrelaciones del sector financiero con el exterior y con la caída del comercio exterior, así que han sido capaces de recuperarse más rápidamente. De hecho, Polonia ya ha recuperado sus niveles de PIB anteriores a la crisis y Alemania, los del cuarto trimestre de 2007.

## La situación de los mercados financieros europeos

La paulatina recuperación de los mercados financieros está jugando un papel clave para las economías europeas. Tras fuertes caídas de los precios de los activos, en especial del mercado inmobiliario, y el estrangulamiento del crédito, se ha observado una reducción de la volatilidad, si bien se mantiene una fuente de vulnerabilidad poderosa relativa a las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países periféricos. Sin embargo, los esfuerzos realizados por los países miembros de la Eurozona, centrados en la salvaguarda de la estabilidad del Euro, dieron su fruto y se plasmaron en el Pacto por el Euro acordado en el Consejo Europeo de marzo. La inestabilidad política procedente de los países del Medio Oriente y Norte de África, y los efectos de la catástrofe en Japón sólo han tenido un efecto temporal sobre los mercados europeos.

Dentro del sector financiero la situación ha mejorado, pero de manera desigual entre las distintas instituciones. Algunas entidades tienen que proseguir con el proceso de desapalancamiento provocando un menor auge de sus beneficios. Ahora bien, sólo algunas entidades siguen dependiendo de los flujos de liquidez que emanan del Banco Central Europeo. Éste ha procedido a incrementar sus tipos básicos en 0,25 puntos porcentuales en abril, por primera vez desde el comienzo de la recesión. Por otro lado, los tipos de interés a corto plazo han experimentado una leve subida indicando probablemente una revisión de las expectativas sobre la política monetaria futura y reflejando una reducción del exceso de liquidez.

Las mejores perspectivas del sector han impulsado la actividad crediticia. De hecho, las demandas de fondos por parte del sector no financiero han seguido una senda expansionista en el primer trimestre de este año, debido a la necesidad de incrementar los *stocks* de existencias, pero también por la mayor demanda de inversión en capital fijo.

La mejora económica ha conllevado un incremento de los rendimientos en los mercados de deuda soberana. La reducción de la aversión al riesgo, impulsada por la evolución de la economía, ha sido uno de los factores clave para el auge de los mismos. En el caso de los tres países que han recibido ayuda del Fondo Monetario Internacional y de la Unión, Grecia, Irlanda y Portugal, los diferenciales con la deuda alemana se han mantenido a niveles elevados.

Finalmente, es necesario destacar la tendencia alcista de los mercados bursátiles, gracias a la sucesión de noti-

cias favorables sobre la mejora de la situación económica a nivel agregado.

## Preocupación por el petróleo

En los últimos meses se ha producido un aumento de la inflación causada esencialmente por el auge de los precios de las materias primas. La incertidumbre relativa a la evolución de los precios del petróleo puede ejercer de freno para el proceso de recuperación. Además de los disturbios acaecidos en algunos países productores, hay otras causas que explican esta evolución, como por ejemplo la mayor demanda impulsada por el propio proceso de recuperación económica. Si bien la Unión Europea ha hecho progresos relacionados con la diversificación energética en las últimas décadas, la dependencia de algunos países miembros respecto del oro negro se ha mantenido elevada, y su capacidad de sustituir rápidamente esta fuente de energía por otras alternativas es reducida. Por tanto, unos mayores precios del petróleo implicarán un porcentaje mayor de la renta nacional consagrada a la adquisición del mismo, así como una pérdida de competitividad producida por la presión alcista de los costes.

## Un crecimiento más equilibrado

Durante el año 2010 el consumo privado experimentó un auge del 0,8 por ciento, si bien dicho crecimiento se concentró en las dos terceras partes de los países miembros. Cabe destacar la mejora del indicador de confianza de los consumidores al comienzo de este año, antes de caer en abril, pero parece que la situación económica ha mejorado y los hogares han comenzado a moderar sus miedos relativos al desempleo. Aunque en el corto plazo no todos los indicadores señalan un aumento del consumo, en el largo el panorama cambia si bien la mayor inflación supondrá una barrera para una expansión mayor. En realidad, en la mayoría de los países, el aumento será moderado ya que en algunos de ellos se producirá una caída de la renta real percibida por los trabajadores.

El consumo público seguirá siendo moderado como consecuencia de los procesos de consolidación fiscal, si bien, se producirá un aumento de la formación bruta de capital. Así, la inversión total se espera que aumente hasta un 2,5 por ciento en 2011, tanto en la Unión como en la Eurozona, y hasta un 4 por ciento en la Unión durante 2012. La mayor inversión se producirá tanto en equipo como en construcción, destacando principalmente la primera al haberse reducido la capacidad ociosa. Mientras que la demanda interna está ganando fortaleza, la externa continúa con su papel de impulsora de la economía. En la

mayoría de los países, el incremento de las exportaciones ha sido más cuantioso que el de las importaciones, siendo consecuencia de la evolución económica alcista de los países emergentes. De hecho, los exportadores europeos han ganado cuota en los mercados internacionales. Ahora bien, en algunos países la mejora del saldo por cuenta corriente ha venido determinado por la debilidad de sus importaciones y no tanto por una fortaleza destacable de sus exportaciones.

### Un crecimiento moderado del empleo

En muchos países, el empleo se ha mantenido más estable que el PIB, al producirse los ajustes vía reducción de horas por trabajador y no tanto, mediante despidos. Esta dinámica ha impulsado la productividad a la baja, lo que conllevará una traba para el crecimiento del empleo, no siendo así sobre el número de horas trabajadas que ya ha comenzado a despegar. Gracias a la menor volatilidad del empleo, la tasa de desempleo de la Eurozona se mantuvo en niveles cercanos al diez por ciento. Ahora bien, puesto que los salarios no tendieron a reducirse con la caída de la productividad, no se espera que éstos aumenten cuantiosamente con el presente aumento de la misma.

El crecimiento del empleo estará fuertemente ligado a la evolución de los costes laborales, la productividad y la demanda agregada. Evidentemente, existe una enorme diferencia entre países estando a la cabeza en cuanto a tasas de desempleo España e Irlanda, el 20,6 y el 14,8 por ciento, respectivamente, mientras que Alemania mantuvo un 6,4 por ciento durante el cuarto trimestre del año 2010. Durante el año 2011 se espera que el desempleo aumente en esos dos países así como en Grecia, Portugal, Eslovenia y Reino Unido.

### La consolidación fiscal como cuestión central

El año 2011 vendrá marcado por el paso de una política fiscal de estabilización a otra de consolidación. En general, el déficit de la mayoría de las economías europeas se redujo durante el año 2010 y se espera que en el actual se reduzca en 1,7 puntos porcentuales. Esta mejora se deberá en parte a los propios estabilizadores automáticos ya que los beneficios sociales se reducirán como respuesta a la mejora económica, mientras que se producirá el consiguiente incremento de los ingresos.

Sin embargo, el nivel de deuda pública seguirá incrementándose en la mayoría de los países de la Unión debido al incremento del gasto por pago de intereses.

### Conclusión

La economía europea se mantiene en su senda de recuperación aunque con claras diferencias de ritmo entre países. El crecimiento que se está produciendo es más equilibrado y sobre todo, destaca la mayor fortaleza de la inversión. Los mercados financieros se han mantenido más estables a lo largo del último trimestre y parece que tanto los consumidores como los empresarios han comenzado a recuperar su confianza en la economía del viejo continente.

Sin embargo, se mantienen focos de inestabilidad como son la lenta recuperación del crecimiento del empleo y el auge del precio de las materias primas. Otros factores a tener en cuenta son los efectos de la profundización en los procesos de consolidación fiscal, y la incertidumbre relativa al futuro económico de los países periféricos de la Eurozona.

## 2) Perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)

La recuperación económica se está expandiendo entre los países de la OCDE y el crecimiento global ha aumentado después de la ralentización experimentada a mitad del año pasado. Así, el crecimiento mundial será de 4,25 por ciento este año y subirá hasta el 4,5 el próximo. Por otro lado, el desempleo comienza a mitigarse, aunque sigue siendo muy superior al nivel anterior a la crisis.

Ahora bien, la situación diverge mucho entre los países miembros y existen focos de inestabilidad basados en el auge del precio de las materias primas y en los efectos económicos generados por el terremoto de Japón. Otros factores de riesgo para el proceso de recuperación siguen siendo las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunos países miembros, así como la debilidad continuada de algunos mercados inmobiliarios.

La OCDE resalta la necesidad de seguir realizando reformas estructurales que devuelvan la confianza a la sostenibilidad de la deuda, generen empleo e incentiven un mayor PIB potencial tras la caída experimentada con la crisis.

### Riesgos inflacionistas para la economía mundial

Un posible impedimento para la recuperación económica puede venir dado por el auge del precio de las

materias primas y de los alimentos. La inestabilidad política en países productores y el aumento de la demanda han incentivado la escalada del precio del petróleo. Otro posible causante de este fenómeno está relacionado con los tipos de interés reducidos y la evolución de los tipos de cambio. Así, con unos tipos de interés bajos se desincentiva la extracción de petróleo ya que la rentabilidad obtenida de invertir el dinero obtenido en los mercados financieros no será tan cuantiosa y, por tanto, se reduce el coste de oportunidad de mantener las reservas sin explotar.

Otro problema grave se refiere a la inflación relacionada de los alimentos. Ésta se debe a la mayor demanda mundial procedente de los países emergentes, así como la dedicación de algunas tierras a la producción de biocombustibles.

### Recuperación del comercio internacional a pesar de la catástrofe japonesa

En el primer trimestre del año 2011, el comercio global ha crecido un 9 por ciento, muy superior al 5 por ciento del último trimestre del año pasado. La OCDE espera que los efectos del terremoto de Japón se dejen sentir en este comercio, ya que las exportaciones provenientes de este país caerán un 11 por ciento en el segundo trimestre de este año.

Sin embargo, las previsiones son optimistas para el país nipón en el medio plazo ya que, tras una repentina caída del PIB, se producirá un rebote gracias en parte a la inversión en reconstrucción. Uno de los mayores problemas que tendrá el país se debe al corte de suministro de energía, debido a los daños producidos en diversas centrales térmicas y nucleares que producían cerca del 30 por ciento de la electricidad del país.

Aunque la economía japonesa equivalga al 8,7 por ciento de la mundial, el efecto de su situación sobre las exportaciones de otros países será reducido, ya que por ejemplo, en el caso de Estados Unidos y la Unión Europea, el peso de las exportaciones hacia este país son menores al 0,5 por ciento del PIB. Sin embargo, su peso es superior en países asiáticos, como China, en el que la importancia de las exportaciones hacia el país nipón son equivalentes a un 2 por ciento de su PIB. Además, sí que tendrá un efecto en el largo plazo en cuanto a los precios y abastecimiento de algunos sectores, ya que la producción japonesa de componentes está muy integrada en la cadena productiva de sectores como el del automóvil.

### La inversión en capital mejora

La demanda global se recupera, en parte gracias al aumento de la inversión empresarial, aunque todavía tiene que hacerlo en algunos países en los que a pesar del aumento de los beneficios y el saneamiento de sus cuentas, la inversión sigue siendo débil. La inversión en bienes de capital ya ha despegado, mientras que la de sectores clave, como es el de las tecnologías de las telecomunicaciones, no se ha recuperado todavía. La mejora paulatina de las condiciones de financiación impulsará la inversión agregada.

Por otro lado, el nivel de ahorro de las economías nacionales parece haber tocado techo, en parte motivado por el aumento de los precios de los activos, la mejor situación del mercado laboral y la menor cuantía de ahorro precautorio.

### Panorama regional

Estados Unidos crecerá a un ritmo mayor en el segundo trimestre gracias a su política monetaria laxa, la mejora de las condiciones financieras y la moderación de los efectos perversos del aumento de los precios de las materias primas, la situación en los mercados inmobiliarios y el proceso de desapalancamiento de los hogares. La inversión seguirá un aumento continuado gracias a los mayores beneficios empresariales y la mejora de las condiciones de financiación. La misma tendencia la seguirá el consumo privado, impulsado por la mejora del mercado laboral y el menor endeudamiento de los hogares.

El crecimiento de la Eurozona se ha vuelto más equilibrado con aumentos de la demanda privada. Por el lado de la oferta, el sector servicios está tomando paulatinamente el relevo al de las manufacturas. Aunque el PIB está creciendo y se está generando empleo, no se espera que el nivel de desempleo se reduzca por debajo del nueve por ciento durante este año. El consumo privado experimentará un nuevo impulso gracias a la mejora de la confianza, los bajos tipos de interés y el proceso de creación de empleo.

China mantendrá unas tasas elevadas de crecimiento algo superiores al nueve por ciento del PIB, tanto en este año como en el próximo. Éstas se ralentizarán en el corto plazo como consecuencia de la conjunción de un endurecimiento de la política monetaria, un aumento de la inflación y los efectos del terremoto japonés. Ahora bien, estos efectos se paliarán con el auge de la demanda interna y, sobre todo, por la mayor inversión en construcción de vivienda social.

En India, el crecimiento será objeto de una menor vitalidad, como consecuencia de la consolidación fiscal y una política monetaria más estricta. Aun así, su crecimiento esperado será del 8,5 por ciento. La inversión privada empresarial será uno de los grandes motores de este crecimiento.

En Brasil, la caída de las exportaciones y las políticas de corte más restrictivo compensarán parcialmente el auge producido por los programas de desarrollo de infraestructuras y energía.

Y, finalmente, Rusia es una de las grandes beneficiadas por la tendencia alcista de los precios de las materias primas. Su PIB crecerá un cinco por ciento este año, a pesar del importante aumento de las importaciones y de la política monetaria más restrictiva.

### Recomendaciones de política económica

El déficit corriente de los Estados Unidos se incrementará en medio punto porcentual del PIB. Mientras, los países que van a incrementar su superávit son los países productores de petróleo. Para que los desequilibrios externos se reduzcan será necesaria una mayor flexibilidad de los tipos de cambio. Pero, para eliminar dichos desequilibrios más a largo plazo, serán necesarias reformas, como pueden ser medidas que incentiven una mayor inversión en países con superávit como forma de entrar en sus mercados o bien que éstos implementen políticas de bienestar.

Siguen existiendo numerosos riesgos en la economía global, como son los efectos del terremoto de Japón, una reducción del crecimiento chino y un aumento de la inestabilidad financiera por la insostenibilidad de la deuda pública de algunos países. La OCDE recomienda que los países continúen con sus procesos de consolidación fiscal y política monetaria de control inflacionista. En los países emergentes, las cuentas públicas están saneadas, pero en

Europa, Estados Unidos y Japón se debe proseguir con el proceso de consolidación.

Otras reformas han de ser estructurales con objeto de incentivar el empleo, por ejemplo, mecanismos fiscales, reformas del sistema de pensiones, incremento de la edad de jubilación, o de los subsidios del desempleo para incentivar una búsqueda activa de empleo.

Con la desaparición de los riesgos de deflación, las autoridades monetarias deberán implementar una política más restrictiva, especialmente teniendo en cuenta el incremento de la inflación causada por la evolución de los precios de las materias primas. Conforme se vaya cerrando el *output gap*, los bancos centrales cambiarán el corte de su política.

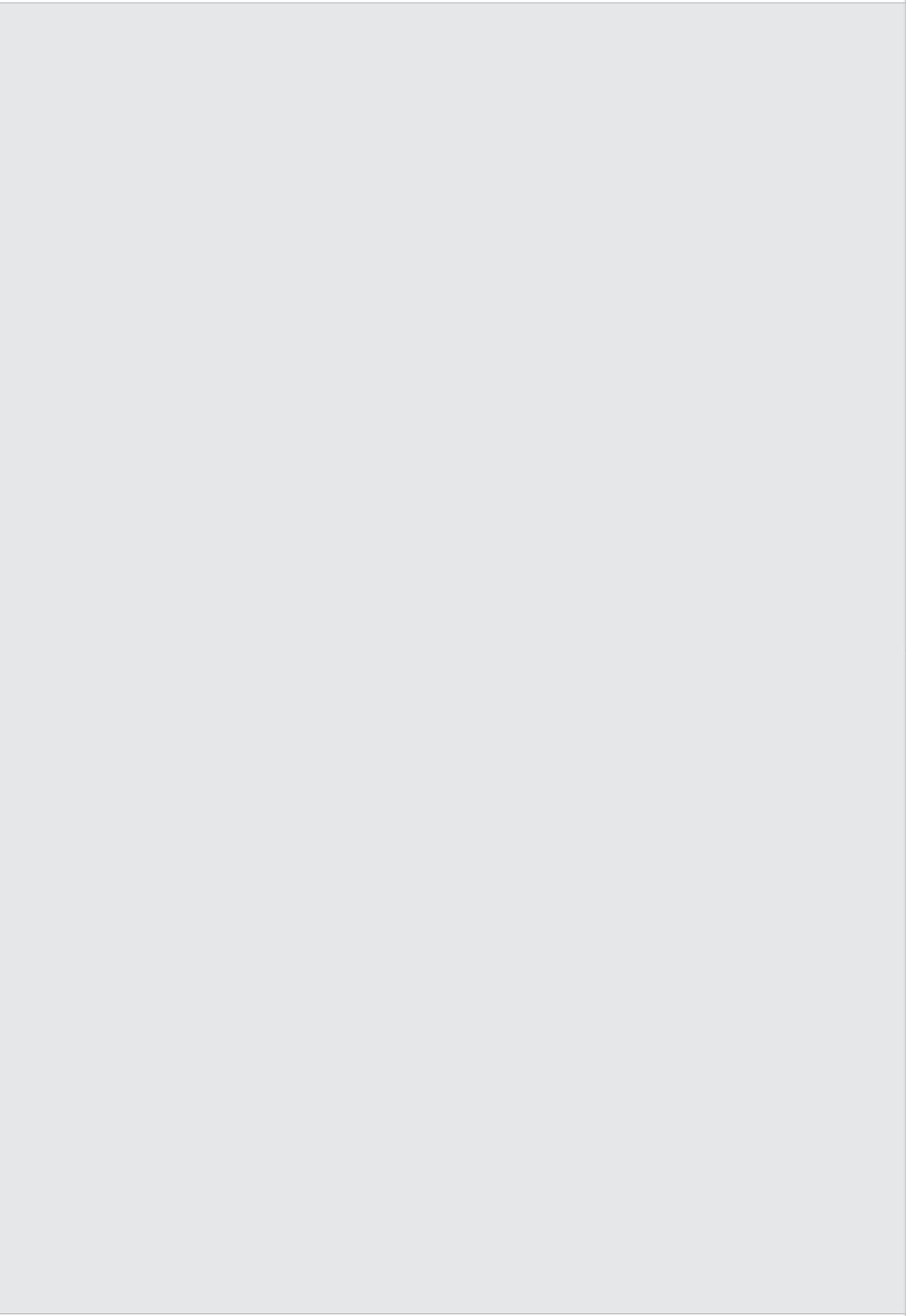
Finalmente, la OCDE destaca la extrema importancia de aplicar los criterios de Basilea III de forma rigurosa para incrementar la capacidad de las instituciones financieras para sobrevivir a un aumento repentino de las pérdidas.

### Conclusiones

La economía mundial se recupera gracias a un crecimiento más equilibrado. Sin embargo siguen existiendo graves riesgos, y, entre ellos, destaca el incremento del precio de las materias primas y, en especial, el petróleo.

Las economías avanzadas se recuperan de forma más equilibrada, pero conforme lo logran, se vuelve a ahondar en los grandes desequilibrios exteriores. Contra la inestabilidad de precios y financiera, la OCDE recomienda continuar con las reformas estructurales y poner a disposición del control inflacionario la política monetaria.

Estas perspectivas económicas tienen un corte más optimista, si bien siguen recordando los peligros que pueden impedir obtener una economía más estable, y equilibrada.



# Resumen de prensa

## Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

El enconado debate que están provocando en Europa las dificultades que encuentra Grecia para superar, de algún modo, el problema de su parte en la crisis de la deuda en el marco de la eurozona constituye, sin ninguna duda, el tema de máxima actualidad a nuestro alrededor. La selección de prensa de las páginas que siguen recoge abundante información sobre el tema, pero es poco probable que todo lo que allí se diga sea suficiente para orientar como es debido al lector interesado. Y es que el tema es complicado, es en sí mismo confuso y es de solución —satisfactoria— difícil, por más vueltas que se le dé.

*De quoi s'agit-il?*, preguntaba *Le Monde*. Es decir: ¿De qué se trata? Pues se trata de que Grecia se las ve y se las desea para sobrevivir en una situación en la que el rescate de 110 millardos de euros (140 millardos de dólares) que le prestaron el pasado año el Banco Central Europeo, unos pocos países europeos y el Fondo Monetario Internacional no le basta para recuperar una semi normalidad que le permita subsistir con las ayudas normales que ofrecen el banco y algunos países europeos. ¿Con nuevos préstamos? ¿De quién? Ahí están, en reunión tras reunión, los ministros de hacienda europeos, sugiriendo soluciones que no consiguen el aprobado general. El término más repetido, en tales encuentros, ha sido el de reestructuración de la deuda ¿Qué reestructuración? ¿De qué se trata exactamente? *Le Monde* citaba varios tipos de reestructuración: «dura», «suave», «reprofilage», «*rééchelonnement*»...

Un consenso une a todos los responsables de la zona euro: a pesar de su endeudamiento espectacular y de su dificultad para recuperar el camino del crecimiento, Grecia no debe suspender pagos. Así, pues, ni hablar de una reestructuración «dura». Esta pista, la más brutal, vería

cómo Atenas imponía a sus acreedores un recorte de las sumas debidas; en otras palabras, la no devolución de una parte del rescate.

La reestructuración «suave» consistiría en retardar en varios años el vencimiento de los préstamos de urgencia del BCE y del FMI, y también de las obligaciones griegas ordinarias: esto es, las que estén en poder de los bancos, de las compañías de seguros, los fondos de pensiones, etc. Esta solución iría acompañada de una reducción de los tipos de interés en los europréstitos.

El *rééchelonnement*, en apariencia menos violenta, descansa exclusivamente sobre la extensión del plazo de vencimiento de los títulos, sin reducción de los tipos de interés. Según el gobernador del Banco de Francia, esta opción plantea cuestiones jurídicas muy complicadas y existen muchas probabilidades de que se convierta en un equivalente a la suspensión de pagos.

Algunos países —Alemania, Holanda y Finlandia—se han mostrado a favor de una reestructuración aunque sin más detalles, que se sepa. En cambio, Jean-Claude Trichet se ha manifestado abiertamente en contra. Una reestructuración, cualquiera que ésta fuera, sería una aberración, dijo aquel. Su oposición fue tan enérgica que, según se ha dicho, abandonó una reunión en la que algunos de los asistentes defendieron algún tipo de reestructuración.

El primer ministro de Luxemburgo, Jean-Claude Juncker, presidente del cónclave de ministros de Hacienda de la zona euro, sugirió hace un par de días que un detenido análisis del programa de rescate podría llevar a la conclusión de que las cantidades del rescate griego no serán suficientes para sostener el país los próximos doce meses.

Según el mismo Juncker, el programa de rescate de Grecia contiene una cláusula según la cual este país obtendrá 27 millardos a largo plazo, el próximo año, en los mercados de deuda. Existen dudas, sin embargo, sobre si podrá conseguirlos.

Por su parte, Oliver Blanchard, el primer economista del FMI, ha dicho, en una entrevista en Río de Janeiro, que es casi seguro que Grecia fracasará en su idea de dirigirse de nuevo a los mercados de capitales a mediados del próximo año, cosa que, por lo demás, puede serle muy necesario, razón por la cual el país puede verse obligado a acudir una vez más a la ayuda oficial.

El caso es, sin embargo, que los principales países se resistirán a financiar otro rescate, por lo que sus líderes han estado buscando soluciones alternativas de todo tipo. Una de ellas, propuesta por Alemania y otros, es la idea de pedir a los acreedores privados de Grecia su aceptación de pagos de deuda con vencimiento el año próximo y en 2013, una opción conocida, como antes se dijo, como *reprofiling*.

Sea como fuere, lo que haya de resultar de los esfuerzos que se están llevando a cabo para encontrar alguna solución para las necesidades agobiantes de Grecia se verá próximamente, si se cumplen las previsiones, después de las reuniones que han de celebrar el próximo mes de junio los ministros de Hacienda y poco más tarde los jefes de Estado y de gobiernos de la Unión Europea.

*The Economist* ha dedicado un espacio sólo discreto a la crisis de la deuda de Grecia, pero en su número de 28/5, y partiendo de un encabezamiento poco optimista (*World's worst menu. Greece has no good options left*), el semanario, decía agudamente: «El gobierno griego juega las pocas cartas que le quedan. Hace pocos días anunció planes destinados a acelerar la venta de activos propiedad del Estado, incluyendo la compañía telefónica, correos y puertos». [...]

En cualquier caso, tales ventas no serán lo suficientemente rápidas para que sus importes puedan servir para

hacer frente a los gastos de 2012. Esto deja a Europa con una selección de opciones limitadísima si ha de proceder a salvar a Grecia.

Una de aquellas opciones es un *reprofiling*, mediante el cual los acreedores aceptarían una extensión voluntaria del vencimiento de sus bonos. Ahora bien, esta solución es inaceptable para el Banco Central Europeo, cuya oposición a cualquier forma de reestructuración de la deuda roza lo inaceptable (*borders on the pathological*).

Sea como fuere, la situación casi desesperada que vive Grecia puede explicar el sorprendente y tristísimo título de un editorial del *Financial Times* de 30/5: *Putting Greece up for auction*, es decir, «Grecia en disposición de ser subastada».

Otro tema, éste de permanente —bien que variable— actualidad, es la evolución de los tipos de interés, cuestión que, en Europa, es de nuevo cosa viva por la atención especial que suele dedicar a esta cuestión el BCE.

Cuando, un par de meses atrás, el BCE llevó a cabo una subida de un cuarto de punto del tipo de interés principal, dio la impresión de que el banco europeo se había precipitado, acompañado por otros grandes bancos centrales, por lo que pareció llegarse a la conclusión de que no se producirían más subidas, probablemente, en lo que quedaba de 2011.

Por esta razón, es posible que hayan causado cierta sorpresa las palabras de Jean-Claude Trichet aparecidas en la prensa de hace algunos días según las cuáles «la economía de la eurozona (Alemania y Francia) se encuentra en una situación particularmente sólida, por lo que, una nueva subida del tipo principal aunque no sea inminente, puede que tenga lugar el próximo verano».

Muchos analistas esperan ahora que el BCE proceda a un incremento del tipo de un cuarto por trimestre, con lo que se alcanzará el dos por ciento a principios del año 2012.

# La información económica en la prensa internacional

## Sumario

<i>Life after Doha</i>	76
<i>Dette américaine: l'Europe n'est plus seule, enfin!</i>	76
<i>Time to revive, not kill, the nuclear age</i>	76
<i>Draghi prepares to fight Europe's fires</i>	77
<i>The intimidated Fed</i>	77
<i>What's wrong with America's economy?</i>	77
<i>(Sauvetage du Portugal: pas de quoi pavoiser!)</i>	78
<i>Jobs data brighten United States economic outlook</i>	78
<i>Questions that puzzle an expert</i>	79
<i>Secrets talks stoke concern about Greece</i>	79
<i>United States jobs rise eases fears on economy</i>	79
<i>Portugal's painful road to recovery</i>	80
<i>Germany and France surge ahead</i>	80
<i>Greece to miss deficit goal, complicating bailout</i>	80
<i>Comment sauver la Grèce: l'Europe divisée</i>	81
<i>Crise de la zone-euro: un seul être vous manqué...</i>	81
<i>En Espagne, la leçon de «los indignados»</i>	82
<i>Euro and bonds hit by fears of contagion</i>	82
<i>Europe is divided over Greek crisis</i>	83
<i>L'euro réclame un peu de maturité politique</i>	83
<i>The nuclear option</i>	84
<i>«Learned helplessness»</i>	84
<i>Huge new package planned for Greece</i>	85
<i>Scaled-down Doha Round clears hurdle. Scaled-down Doha in sight by year-end</i>	85
<i>Want to buy a piece of a Greek Island?</i>	85
<i>Europe races to beef up Greece's aid</i>	86
<i>Spanish debt sale lifts euro</i>	86

## Life after Doha

(*Financial Times* de 19/4. Editorial)

Cuando en la última reunión de los ministros de Comercio Exterior de los países participantes en la Ronda Doha de Negociación Comercial, resultó ser un fracaso, en 2008, este semanario sostuvo que los líderes debían admitir que las negociaciones habían muerto. La pasada semana, Karel de Gucht, *trade commissioner* de la Unión Europea, tuvo la valentía de decir lo que sus predecesores y muchos colegas no tuvieron: «Es la hora de pensar en un Plan B».

Con un «el Rey ha muerto» debe haber llegado un «Viva el Rey». Para que la Organización Mundial del Comercio Exterior siga siendo algo más que una instancia en la que los países miembros resuelvan sus disputas comerciales, la Organización necesita renovarse. Esto significa poner el acento en proyectos menores, en algo distinto a los grandes problemas para los que no han encontrado soluciones en diez años de debates de la OMC.

[...]

Insistir en discutir una y otra vez sobre cuestiones que, hoy por hoy, no tienen solución (por ejemplo: la supresión de las subvenciones a la producción de productos agrícolas exportados por países o agrupaciones de países ricos), es una lamentable forma de perder el tiempo. Al cumplirse el décimo aniversario de Doha, el próximo noviembre, la Ronda del mismo nombre debe proclamar un final digno. La planificación del post Doha debe empezar inmediatamente<sup>1</sup>.

[...]

## Dette américaine: l'Europe n'est plus seule, enfin!

(Marie de Vergès, en *Le Monde* de 24-25/4)

Cuando, Standard & Poors (S&P) disparó la alarma, el lunes 18 de abril, sobre la deuda de Estados Unidos, algunos países de la zona euro sin duda han resentido un poco de *Schadenfreude*, es decir, cierta satisfacción maligna, como dice la lengua alemana, para describir el placer que se siente delante de la desgracia ajena. Por primera vez en su historia, S&P había decidido situar la nota «AAA» de Norteamérica bajo perspectiva negativa.

¡En fin! En fin, Europa y sus eslabones débiles —Grecia, Irlanda, Portugal— no son ya estigmatizados solos por la degradación de sus cuentas públicas! Y, en cierto sentido, Estados Unidos lo ha bien merecido, con una deuda que explota, cerca del 95 por ciento del PIB.

<sup>1</sup> *The Wall Street Journal* de 28/4 publicó un reportaje de cierta extensión sobre el tema de este editorial de *Financial Times*. El título del mismo fue: *Failing Doha talks prompt push for Plan B*.

Mientras el Reino Unido, Francia y Canadá han tomado medidas de austeridad, y recibido la aprobación de S&P, Estados Unidos aparece como la oveja negra de la familia de «AAA», escriben los analistas de la Société Générale en una nota publicada el martes. Para huir de la amenaza de una degradación de su nota, no les queda más que emprender el camino del rigor.

Todo el mundo en Europa ha podido constatar que la decisión de la agencia de notación, si bien ha hecho correr mucha tinta, no ha alterado claramente el curso de los mercados. El tipo de los bonos del Tesoro norteamericano apenas se ha alterado. Los inversores, que reclamaban antes del anuncio, un rendimiento de 3,36 por ciento para las obligaciones a 10 años, exigen un 3,39 por ciento, lo que les sitúa a años luz de los tipos griegos (14,5 %), irlandeses (10 %) o portugueses (9,2 %).

¿Por qué esa placidez? En primer lugar, porqué S&P no ha hecho más que llamar gato a un gato. Todo el mundo conoce las dificultades de la administración Obama. A continuación, porqué los inversores siguen confiando en Estados Unidos, por aquello del «privilegio exorbitante del dólar». Sea como fuere, pensándolo bien, nadie ganaría nada —y mucho menos en Europa— viendo a la primera potencia mundial acosada por las ignominias financieras.

El problema para la eurozona es que en ese estado de cosas, el dólar baja y el euro sube en el mercado de cambios, cosa que no favorece a los exportadores de los países con monedas en alza, aunque resulte positivo para el prestigio político de éstos.

## Time to revive, not kill, the nuclear age

(*Financial Times* de 25/4. Editorial)

Ésta va a ser una semana mala para la industria nuclear. Además de las inquietudes que continúan provocando los desastres de la central de Fukushima, en Japón, el 25 aniversario del desastre de Chernóbil, en Ucrania (a la sazón rusa) proporcionará a los que participan en campañas antinucleares material para movilizaciones, y para artículos de prensa. A lo largo del fin de semana, por ejemplo, nueve premios Nobel de la Paz han enviado a los jefes de Estado una carta pidiéndoles que frenen la utilización energía nuclear, con el fin de que la gente «pueda vivir más en paz, con mayor seguridad».

En realidad, un mundo sin energía eléctrica nuclear sería menos seguro.. Para un futuro previsible, ni los fueles fósiles ni las fuentes renovables de energía estarán en condiciones de substituir el 14 por ciento de energía generada por reactores nucleares sin correr el riesgo de dar lugar a situaciones de inestabilidad y a cortes en el suministro de energía. Dicho con mayor brevedad, la seguridad en el suministro de energía requiere una diversidad de fuentes, incluida la nuclear.

Por lo que se refiere a seguridad, la energía nuclear es, inevitablemente, juzgada por diferentes estándares. Desde el explosivo comienzo de la era atómica en Hiroshima, la gente ha sentido miedo de dos cosas: del poder destructivo de la fusión nuclear y del insidioso peligro de la contaminación radioactiva.

No obstante, el número de los muertos o de los heridos por la energía nuclear desde el principio de la edad atómica —desde la minería y el refinado del fuel hasta la contaminación (*pollution*) de plantas productivas de energía (*power stations*)— ha sido muchísimo menor que las víctimas causadas por el fuego del carbón del petróleo y del gas, incluso en el supuesto de que se ignoren las controvertidas consecuencias de segundo orden del cambio climático causadas por carbono de los fueles.

[...]

Fukushima le habrá dejado al mundo un terrible legado si detiene el desarrollo nuclear con tanta eficacia como lo ha hecho Chernóbil en el pasado cuarto de siglo.

### Draghi prepares to fight Europe's fires

(*Financial Times* de 28/4. Editorial)

La Unión Europea tiene la poco afortunada tendencia a nombrar a mediocridades para cargos de mayor relieve. Con demasiada frecuencia, los líderes de la Unión utilizan criterios de nacionalidad, equilibrio geográfico y de fidelidad política con preferencia a consideraciones objetivas sobre talento de los posibles candidatos.

Afortunadamente, todo da a entender que tal no será el caso cuando dichos líderes se reúnan en junio para designar al futuro presidente del Banco Central Europeo. Aunque el gobierno alemán todavía no ha dado a conocer su opinión sobre la materia, parece indudable que el elegido será Mario Draghi, que últimamente, y desde 2006, ha sido gobernador del Banco de Italia, y cuya presentación hizo hace pocos días Nicolas Sarkozy, presidente de Francia.

Mario Draghi ofrece excelentes dotes intelectuales, independencia política, experiencia en materia de mercados financieros y capacidad de dirección que lo convierten con mucho en el candidato mejor situado. Algunos alemanes han sugerido que Mario Draghi, como europeo del sur, podría ser débil frente a la inflación. Esto muestra que hay gente que tiene un conocimiento superficial del pensamiento económico de Draghi, quien muy bien puede resultar ser más severo en cuanto al control de los precios de lo que ha sido el mismo presidente anterior en los últimos años. Por lo demás, Draghi es plenamente consciente de que los creadores de opinión alemanes vigilarán todos sus movimientos, listos para condenar cualquier supuesta laxitud mediterránea en la política monetaria del Banco Central Europeo.

[...]

Bajo Trichet, el Banco Central Europeo ha estado en primera línea en la lucha contra los fuegos que han amenazado la eurozona. Bajo Draghi, los fuegos continuarán, pero las mangueras seguirán en buenas manos.

### The intimidated Fed

(Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 30/4-1/5)

El pasado mes, más de 14 millones de norteamericanos estaban parados de conformidad con la definición oficial, es decir, estaban buscando un trabajo que no encontraban. Otros millones se encontraban ocupados en un empleo parcial porqué no encontraban empleo de tiempo entero. Y conste que no nos referimos a aquellos que sufren dificultades temporales. El desempleo a largo plazo, antes raro en Estados Unidos, se ha convertido en algo normal. Más de 4 millones de norteamericanos se han encontrado sin trabajo durante un año o más.

Dada esta lamentable situación, uno podría haber esperado que el paro, y lo que pueda hacerse contra el mismo, habría merecido la máxima atención en la conferencia de Ben Bernanke con la prensa celebrada el pasado miércoles. Y así debería haber sido. Pero no fue. Después de la conferencia, la agencia Reuter tuvo la curiosidad de contar las veces que algunas de las palabras habían sido utilizadas por el presidente de la Reserva Federal. La vencedora fue «inflación». «Unemployment» quedó muy atrás.

El responsable de esto no fue Bernanke, toda vez que éste respondía a las preguntas que le hacían los periodistas. Y las preguntas de éstos incorporaron mucho más «inflación» que «paro», lo cual constituyó una manifestación de que la primera preocupación era lo primero más que lo segundo. Ahora bien, a su vez, lo ocurrido explica también que la primera preocupación fue también la de Washington DC, que, manifiestamente, ha perdido interés en el desempleo.

[...]

Todo lo que precede dice poco a favor de la independencia de la Reserva Federal, y mucho, en cambio, para el futuro desesperante del paro en Estados Unidos.

### What's wrong with America's economy?

(*The Economist* de 30/4. Editorial)

El pesimismo a propósito de Estados Unidos no suele fructificar a largo plazo. Una y otra vez, cuando Norteamérica se ha sentido realmente alicaída, su economía ha estado al borde de una súbita recuperación. Recuérdense, para no retroceder demasiado, los sinsabores inflacionistas de finales de los años 1970; o los temores frente a la competencia de Japón que marcaron la *jobless recovery* de principios de los años 1990.

Esas fechas deben ser recordadas hoy. Los norteamericanos no son felices, y no ponen fe en los esfuerzos que realizan sus políticos para mejorar la situación. Los ciudadanos de Norteamérica no dejan de pensar, y de preocuparse, por el estancamiento del nivel de vida y por la enorme lentitud que se observa, desde hace meses y años, en la reducción de las cifras del paro, todo ello acompañado de unos déficits presupuestarios de cifras ilegibles y, por si todo ello fuera poco, de la aparición de este nuevo rival que es China.

¿Están justificados todos esos temores? Por el lado bueno, se hace difícil imaginar que China tenga tantas ventajas a largo plazo como Estados Unidos. ¿Cuánto daría China por disponer de un Silicon Valley? ¿O Alemania una Ivy League? Aunque también está claro que Estados Unidos cuenta también con debilidades económicas a largo plazo que será difícil corregir. Así, por ejemplo, Norteamérica, salvo Japón, es la única economía rica que no dispone de un plan para conseguir poner su economía bajo control.

La segunda razón para mostrar pesimismo es que ningún partido está dispuesto a aceptar principios elementales: los Republicanos se niegan a admitir que los impuestos han de aumentar, mientras que los Demócratas rechazan la idea de que ciertos gastos tales como el seguro de enfermedad (*health care*) y las pensiones deban bajar. [...]

Pero los peores peligros residen en un área que los políticos apenas mencionan. El reciente declive de la tasa de empleo ha creado confusión: en el sentido de que se ha producido una sorprendente disminución de la masa laboral (debido a una renuncia a aceptar empleos, paralelamente a una menor creación de puestos de trabajo. Esto puede conducir a pensar que en Norteamérica puede estar apareciendo una enfermedad que difiere de la equivalente europea: un paro estructural. Estados Unidos tenía problemas con el empleo mucho antes de la última recesión. La solución puede residir en una educación mejor y más adecuada a las necesidades de la industria y de los servicios.

[...]

### Sauvetage du Portugal: pas de quoi pavoiser!

(*Le Monde* de 6/5. Editorial)

La rutina, o casi: Portugal está a punto de encontrarse situado en espera de recibir ayuda financiera internacional si quiere evitar el naufragio. Un acuerdo preliminar negociado por el gobierno socialista dimisionario con los responsables europeos y el Fondo Monetario Internacional, debe ser presentado el jueves, 5 de mayo, en Lisboa. Este plan prevé una ayuda de unos 78 m.m. de euros a Portugal, a cambio de un gran esfuerzo del país para sanear sus cuentas públicas. Salvo sorpresa, el plan debería recibir el aval de los principales partidos de la oposición, llamados, eventualmente, a gobernar después de las elecciones legislativas anticipadas del 5 de junio.

Después de Grecia y de Irlanda, Portugal es, pues, el tercer país de la zona euro puesto bajo cautela (*perfusion*). Los europeos se han resuelto, contra su agrado, a vivir como gestores de crisis, no sin dificultad, han conseguido dotarse de mecanismos de ayuda antes tabúes. Y la apuesta bajo tutela de Portugal se ha llevado a cabo hasta aquí sin drama a nivel europeo, a pesar de la crisis política que sacude el país.

Esta relativa armonía contrasta con el psicodrama que había rodeado la puesta a punto de préstamos a Grecia, ahora hace un año. Tal armonía, sin embargo, es engañosa, tan frágil es la unión monetaria. En el plano político, la solidaridad no es evidente. El continente está sacudido por la crisis y minado por fuerzas polí-

ticas y por opiniones más y más reticentes (*rétives*) a la misma idea de ayudas mutuas comunitarias. Puede no gustar, pero en Irlanda, en Eslovaquia y, sobretudo en Alemania, esos salvamentos o rescates repetidos se toleran mal. En realidad han roto ya la prohibición que prescribía (*proscrivait*) en los tratados europeos, socorrer a un Estado de la Unión con dificultades.

El partido nacionalista y euro escéptico de los Vrais Finlandais que ha conseguido situarse en el tercer lugar de los partidos políticos finlandeses ha amenazado con oponerse al plan de ayuda a Portugal, plan que debería ser activado antes de la formación de la próxima coalición. Y lo que es más grave, los Vrais Finlandais quieren rechazar la creación del mecanismo permanente de gestión de las crisis que sucedan en 2013 al dispositivo creado urgentemente en 2010.

Esto constituiría un grave error, toda vez que el egoísmo de corta mirada amenaza de hacer aún más pesada la factura, como se constató cuando Alemania intentó sostener los débiles eslabones de la zona euro.

La crítica de los movimientos populistas —y de los países virtuosos— es tanto más viva cuánto que la salida del túnel todavía no la ven los países laminados por la crisis financiera.

Es fácil denunciar estos préstamos sin garantía de reembolso. El debate sobre la deuda griega no ha sido nunca tan ruidoso como ahora. Irlanda no podrá salir del pozo si no reestructura profundamente un sector bancario que le situó al borde del abismo. En cuánto a Portugal, nada dice que los remedios que se le prescriben hoy no le hundirán todavía más en la crisis.

Europa no puede eludir sus obligaciones. Pero tampoco tiene nada de que vanagloriarse.

### Jobs data brighten United States economic outlook

(Christine Houser, en *Herald Tribune* de 7-8/5)

La economía de Estados Unidos sumó más empleos de los esperados en abril, pero, con más de 13 millones de parados todavía, los analistas destacaron que es aún demasiado temprano para pensar que se está en camino de una recuperación firme del mercado laboral.

Las cifras de abril superaron las previsiones que habían adelantado mejoras de 185.000 nuevos empleos. Pero la mejor cifra registrada no bastó para poder pensar que se estaba acelerando la vuelta a la normalidad laboral. La economía del país, en efecto, tiene ante sí un largo trecho antes de poder afirmar que la recuperación es una realidad.

«Millones de personas siguen en situación de paro y muchas de ellas han abandonado el mercado de trabajo y han renunciado a encontrar empleo». La cifra de abril de 244.000 entradas es buena, pero sólo indica lo que queda por recorrer para recuperar la enormidad de los daños que se produjeron en el mercado laboral con la crisis de 2008. ¿Se restablecerá algún día la situación anterior a la crisis?

## Questions that puzzle an expert

(N. Gregory Mankiw, en *New York Times* y *Herald Tribune* de 7-8/5)

Después de un cuarto de siglo como economista profesional, tengo numerosas preguntas para las que me faltan respuestas, y es que ignoro grandes parcelas de la economía. En realidad, el área de esa disciplina a la que he dedicado más atención —las evoluciones arriba y abajo del ciclo económico— es aquella en la que más preguntas suelo hacerme, sin que se me ocurran siempre, ni mucho menos, las respuestas deseadas.

Vean a continuación tres cuestiones que me tienen perplejo:

– *¿Cuánto tardará en curarse la economía norteamericana?*

Cuando el presidente Obama tomó posesión de su cargo, en 2009, su equipo económico proyectó una rápida recuperación, una rápida salida de la recesión que el país estaba sufriendo. Según la primera previsión oficial de la nueva administración, el crecimiento de la economía, calculando por trimestres, sería del 3,5 por ciento en 2010, y del 4,4 por ciento en 2011. El paro se vería reducido al 7,7 por ciento a finales de 2010, y al 6,8 por ciento a finales de 2011.

La realidad no ha sido tan de color rosa. El crecimiento fue sólo del 2,8 por ciento el pasado año y el paro irá oscilando un poco por encima del 8 por ciento, según Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, a lo largo de todo 2011.

Los economistas discutirán si las políticas de Obama no han sido las adecuadas o si la situación era peor de lo que se había estimado. Pero no hay duda que el ritmo de crecimiento quedará lejos de lo que se pensó. Por lo que se refiere a la tasa del paro, habrá que ver en qué queda al término de 2011, pero todo da a entender que lo único que quedará claro a este respecto es que se ha estado y se está prolongando alarmantemente el tiempo de duración de la desocupación, que en la actualidad es de 40 semanas por término medio, lo que representa el doble de lo que se contabilizó en anteriores recesiones.

– *¿Cuánto tiempo permanecerán sin dispararse las expectativas de inflación?*

En 1967, Milton Friedman lanzó este simple, pero profundo, mensaje: «La tasa de inflación será, en buena medida, la que la gente espera que sea». Cuando todo el mundo espera una fuerte inflación, los trabajadores se muestran muy duros en las negociaciones salariales, y las empresas suben los precios para no quedarse atrás cuando los precios aumenten. Cuando la población, en general, crea que la inflación, o no se producirá o será benigna, trabajadores y empresas serán menos agresivos. En otras palabras, la percepción de inflación —o la ausencia de ésta— crea la realidad.

Aunque novedosa cuando Friedman la propuso, ahora esta teoría es de libro de texto, y se encuentra en el centro de la política de la Reserva Federal en materia de inflación.

Las expectativas de inflación, se nos dice, están *well anchored*, o sea que no hay inflación a la vista, o sea que las subidas de los precios del petróleo, y otros, no son más que cosillas transitorias, insignificantes.

Tal vez las cosas vayan por ahí, pero me parece que existen motivos de preocupación al respecto.

– *¿Cuánto durará la confianza del mercado de bonos en Estados Unidos?*

## Secret talks stoke concern about Greece

(Stephen Castle, en *New York Times* y *Herald Tribune* de 7-8/5)

Una reunión no anunciada que congregó en Luxemburgo a varios altos representantes y ministros de finanzas de algunos países europeos tuvo lugar ayer, viernes, con lo que se extendieron los rumores de que la reunión había tenido por objeto analizar la manera cómo Grecia puede evitar la reestructuración de su deuda.

Si bien la Comisión Europea se negó a comentar los citados rumores y negó la veracidad de éstos, fuentes semificiales insistieron en que la reunión había tenido lugar.

El Banco Central Europeo ha dejado claro que él se opone firmemente a tal reestructuración, y añade que ésta tendría consecuencias catastróficas para el resto de la eurozona.

La especulación sobre dicha reunión adquirió fuerza tras la información procedente de la redacción del Spiegel y según la cual Atenas había dado a conocer la idea de que Grecia podía salirse del euro reintroduciendo su propia moneda.

El subsecretario de hacienda griego, Filippos Sachinidis desmintió la información procedente del Spiegel, sugiriendo que podía proceder de agentes financieros.

Lo que no está claro es qué ganaría Grecia con tal decisión, y en cambio le podría conducir a no poder obtener préstamos internacionales por muchos años.

## United States jobs rise eases fears on economy

(Robin Harding y otros, en *Financial Times* de 7-8/5)

Los datos reconfortantes sobre el empleo, publicados el viernes, aligeraron los temores sobre el estado de la economía de Estados Unidos, con repercusiones sobre el estado de la economía global, todo lo cual tuvo su traducción en una caída de los precios de las primeras materias.

La economía norteamericana sumó 244.000 empleos a su masa laboral en abril, mucho más de los 180.000 pronosticados.

El magnífico informe sobre empleo puso un alentador fin de semana al calendario de Barack Obama, lo que ha mejorado apreciablemente sus perspectivas electorales de cara a las presidenciales de 2012, a lo que habrá contribuido, también, la bajada de los precios del petróleo si ésta se traduce en una reducción de los precios en las estaciones de servicio. «Deberemos hacer frente a nuevos retos todavía, pero lo cierto es que estamos progresando», dijo Obama el viernes. «Todo eso prueba cuán resistente es la economía norteamericana, cuánto lo es también el trabajador de Estados Unidos, y hasta qué punto podemos encajar un golpe y seguir luchando», añadió Obama.

En los mercados de cambio, el dólar subió a algo más de 1,44 frente al euro, un aumento de cinco céntimos en dos días, mientras que los mejores datos de Norteamérica iban acompañados de la preocupación de los inversores por la salud económica de Grecia.

### Portugal's painful road to recovery

(*Financial Times* de 13/5. Editorial)

Cuando Portugal necesitó ayuda financiera internacional, en 1983, su rehabilitación supuso no sólo la acostumbrada dosis de medidas de austeridad, sino también una devaluación del 12 por ciento de su moneda. Llegado 1986, la economía se había recuperado, Portugal se había incorporado a la Unión Europea. Hoy el escudo ha dejado de existir y Portugal se va encerrado en el sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos de la eurozona. El país está buscando la senda de recuperación, pero el camino de la devaluación está cerrado al tráfico de Portugal.

Esa situación muestra la escala de los problemas que contempla Portugal a la hora de hacer frente a los condicionantes del rescate de 78 m.m. de euros que ha recibido de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional. El programa obliga a Portugal a mejorar en tres años su déficit fiscal a un 10 por ciento del PIB. La Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional también le exigen a Portugal que reduzca el papel del sector público en la economía y que introduzca reformas radicales en su mercado laboral. Se espera que el PIB portugués se contraiga un 2 por ciento este año y el siguiente. Esa será una tarea formidable, para un país que ha eludido una reforma seria de su economía desde que se incorporó a la eurozona en 1999. Por otra parte, existen profundas razones históricas para que la medicina sea difícil de tomar. La experiencia, en fin, en el siglo XX, de décadas de dictadura de la derecha y de pobreza significa que el corazón de la sociedad portuguesa tiende a latir hacia la izquierda. La ciudadanía no aceptará fácilmente la supresión, o la reforma a la baja, de la normativa social y la protección de los derechos laborales conseguidos tras la revolución de 1974.

El programa de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional, es, por lo demás, correcto por lo que se refiere a la identificación de una baja productividad, una pobre competitividad, un lento crecimiento económico como áreas que requieren una urgente mejora. Lo malo es que tres años de reforma estructural no serán suficientes para enderezar como hace falta y generar el crecimiento necesario para hacer frente a un esperado incremento de la deuda pública superior al 100 por ciento del

PIB. En estas circunstancias, se hace difícil prever cuán pronto podrá Portugal volver a los mercados de capitales para financiarse a rendimientos razonables.

### Germany and France surge ahead

(Ralph Atkins y otros, en *Financial Times* de 14-15/5)

Alemania y Francia consiguieron, inesperadamente, un fuerte desarrollo al principio de este año, superando a Estados Unidos y dejando en muy mala situación a Gran Bretaña, en términos comparativos.

Alemania creció un 1,5 por ciento en el primer trimestre, por encima del máximo anterior alcanzado en 2008. Francia, por su parte, ha anunciado una expansión del 1 por ciento, claramente por encima de los tres anteriores trimestres.

El fuerte crecimiento ha puesto de relieve hasta qué punto la eurozona ha dejado atrás la crisis económica de los tres últimos años, y en qué medida los dos mayores países de la zona pueden contribuir a la superación de la crisis de la deuda que sufren algunos de los países de eurolandia. Incluso Grecia, donde un rescate internacional de 110 m.m. de euros (155 m.m. de dólares) complica acusadamente la buena marcha de su economía, creció un 0,8 por ciento el primer trimestre, después de una fuerte contracción en los anteriores cuatro trimestres.

En el conjunto de la eurozona, la actividad económica se expandió un 0,8 por ciento, dos veces más que en el primer trimestre de Estados Unidos. Como dijo C. Lagarde, ministra de finanzas de Francia, la «máquina de crecer» se ha puesto de nuevo en marcha. Philipp Rösler, el nuevo ministro de economía alemán, expresó asimismo su optimismo al decir que «Alemania es el motor de crecimiento entre los países industriales, y no sólo de Europa».

Sin embargo, las excelentes cifras de crecimiento de algunos países del bloque pusieron asimismo de relieve la división nort-sur del mismo. El crecimiento en España e Italia siguió siendo mortecino, con crecimientos de sólo el 0,3 y el 0,1 por ciento, respectivamente. Portugal volvió a ofrecer cifras negativas, con una contracción del PIB del 0,7 por ciento.

Por lo demás, mientras las economías de Francia y de Alemania crecían, en los seis últimos meses, el 1,3 y casi un 2 por ciento, respectivamente, el Reino Unido registraba un crecimiento cero.

[...]

### Greece to miss deficit goal, complicating bailout

(Charles Forelle, en *The Wall Street Journal* de 16/5)

El déficit presupuestario de Grecia se reducirá sólo ligeramente este año, y prácticamente nada en 2012, según proyec-

ciones del brazo ejecutivo de la Unión Europea, con lo que el país necesitará otro rescate para hacer frente a las necesidades de 2012.

Tales estimaciones proporcionan pruebas adicionales de que Grecia se aleja seriamente de la senda de disciplina presupuestaria que según la Unión Europea considera esencial para que el país recupere la posibilidad de acudir a los prestamistas privados.

Grecia, en la actualidad se mantiene a flote con fondos de rescate que proporcionaron países de la eurozona y el Fondo Monetario Internacional.

En un informe hecho público el viernes, la Comisión Europea dijo que el déficit presupuestario de Grecia, este año, ascenderá a 21,1 m.m. de euros (30 m.m. de dólares), equivalentes al 9,5 por ciento de su PIB. En 2012, el déficit será virtualmente el mismo, es decir, de 21 m.m., o el 9,3 por ciento del PIB. Los planes de Grecia prevén un déficit del 6,5 por ciento con una contracción (*belt-tightening*) fiscal del 6,5 por ciento.

La Comisión dijo también que había incrementado su previsión para el déficit presupuestario del 2011, sobre todo, porque Grecia no habrá recaudado lo que había esperado.

[...]

### Comment sauver la Grèce: l'Europe divisée

(Philippe Ricard, en *Le Monde Economie* de 18/5)

Grecia y el conjunto de la zona euro no han puesto todavía fin a sus quebraderos de cabeza. Los ministros de finanzas de eurolandia, en efecto, no han podido superar sus divergencias anteayer en Bruselas, a propósito del plan de ayuda suplementaria que podría necesitar Grecia para poder volver algún día a servirse de los servicios de los mercados financieros. No se esperaba ninguna resolución de aquella reunión, y los países de la Unión Europea esperan ponerse de acuerdo sobre dicha materia el próximo mes de junio.

Dos puntos de vista se enfrentan. Por un lado, la reestructuración de la deuda griega, estimada inevitable por numerosos economistas, pero juzgada inaceptable para la mayor parte de los países, así como para el Banco Central Europeo. Esta ruta era rechazada, hace un par de meses, por los círculos de decisión comunitarios, pero es defendida ya por Holanda y tomada en consideración por Alemania.

«Una reestructuración amplia (*large*) es excluida (*exclue*)», ha dicho Jean-Claude Juncker presidente del Eurogrupo, al tiempo que ha sugerido una vía intermedia: el reescalamiento de la deuda de Grecia, es decir, la prolongación de los plazos de reembolso de los préstamos concedidos a Atenas. Esta posición es vista con buenos ojos por Berlín, y contaría con el apoyo de Austria, pero no es aceptada por la ministra de hacienda de Francia.

En el caso que los ministros no lleguen a un acuerdo, el asunto debería someterse a los jefes de Estado y de gobierno que deberán reunirse poco después, el mismo mes de junio.

Por cierto los ministros, en la reunión de hace un par de días, eligieron, por unanimidad, a Mario Draghi como nuevo presidente del Banco Central Europeo, quien, así, ocupará el puesto que ha estado ocupando Jean-Claude Trichet los últimos años y que ha de dejar el cargo el 1 de noviembre próximo.

### Crise de la zone-euro: un seul être vous manque...

(*Le Monde* de 19/5. Editorial)

En Francia, todavía más, tal vez, que en otras partes, en el seno de la unión monetaria, la crisis de la deuda soberana europea es subestimada. Los europeos han creado mecanismos de salvamento, impensables hace sólo dos años, cuando la misma idea de solidaridad financiera era todavía tabú, y así han salvado a Irlanda de la quiebra [*faillite*], han podido ayudar a Grecia, y acaban de prestar auxilio a Portugal. Pero la crisis del euro está ahí, persistente, como se vio el pasado lunes, hace escasos días, con la desunión de los países europeos, con ocasión del debate sobre las eventuales modalidades a una ayuda suplementaria para Grecia.

Y a esas dificultades que aparecen, incesantes, viene ahora a añadirse el asunto Dominique Strauss-Kahn. La sombra del director general del Fondo Monetario Internacional ha venido a ensombrecer todavía más las discusiones del pasado lunes en Bruselas. Porque algo está claro: el francés ha sido la figura clave en las soluciones concebidas para superar las crisis de las deudas europeas.

Partidario convencido del euro, europeo de corazón y de espíritu, Strauss-Kahn implicó al Fondo Monetario Internacional en la tormenta europea como ningún otro director de la institución lo habría hecho. Strauss-Kahn aportó su creatividad conceptual a sus competencias técnicas. Como profesor de economía germanófono que es, Strauss-Kahn contaba con la confianza de la cancillera Angela Merkel. Pero el socialista sabía mostrarse comprensivo en la negociación de programas de ajuste de impuestos a los países que estaban bajo su tutela, lo que le ha valido para que fuera también escuchado en el campo de los países enfermos del euro.

Con Dominique Strauss-Kahn, en fin, en el Fondo Monetario Internacional, la unión monetaria disponía en Washington de una especie de portavoz capaz de explicar a los norteamericanos la infinita complejidad de la singular maquinaria europea. Tarea que requiere dotes pedagógicas extraordinarias.

El futuro de Strauss-Kahn al frente del Fondo Monetario Internacional es, evidentemente, comprometido, aunque sólo fuere por la probable duración del procedimiento judicial en curso. Nada garantiza que su sucesor vaya a ser un europeo; y nada garantiza tampoco que si, finalmente, lo fuera, sería tan sensible a la causa europea como Strauss-Kahn.

El francés se va a echar de menos en un momento crucial de la crisis del euro. Está pendiente de decidirse una posible ayuda suplementaria a Atenas. La desconfianza es tal que los tipos son prohibitivos.

Algunos de los miembros de la eurozona creen que se podría proceder a un reescalonamiento de una parte de la deuda griega, lo que supondría el principio de una reestructuración, cosa que otros países descartan absolutamente.

Situación difícil, pues, en un momento en que otra figura tutelar de la unión monetaria se va a jubilar: dentro de seis meses, en efecto, Jean-Claude Trichet va a ceder el relevo al italiano Mario Draghi para que éste ocupe la presidencia del Banco Central Europeo.

## En Espagne, la leçon de «los indignados»

(*Le Monde* de 24/5. Editorial)

«¡No nos traicionen!». He ahí lo que le gritó a José Luis Rodríguez Zapatero en la noche del 14 de marzo de 2004, una multitud de jóvenes que habían votado socialista. Siete años más tarde, cuando el presidente del gobierno español ha sufrido, el 22 de este mes de mayo, una derrota en unas elecciones locales, el recuerdo es amargo. Esos jóvenes españoles, cuyo voto había sido esencial para su victoria de entonces, son los hermanos mayores de aquellos que acampan hoy en las plazas de las ciudades españolas al grito de «ustedes no nos representan».

Desde hace una semana, un movimiento de movilización nacido en Internet y después recogido, retransmitido por los medios informativos tradicionales, ha hecho converger en las calles de España a miles de personas de motivaciones y de condiciones heteróclitas. Jóvenes diplomados sin empleo que se rodean con asalariados precarios, familias cargadas de deudas debido a su endeudamiento mobiliario que conviven bajo la luna con funcionarios preocupados, sin olvidar a los cincuentones y a los pensionistas que se han querido unir a sus retoños hechos hombres, etc.

La mayoría tiene más bien su corazón a la izquierda sin ser «alter mundialista», pero también se encuentran electores más conservadores. Les reúne un sentimiento común: el de no ser escuchados por los responsables políticos, el de no ser tenidos en cuenta en un sistema que estiman sordo y ciego a las preocupaciones de los ciudadanos «de la calle».

No deja de ser anodino que ese movimiento de rebeldía afecte a un país en el que la crisis ha hecho subir el paro del 8 por ciento al 20 por ciento de la población activa, y que esté negando a los jóvenes diplomados los pequeños empleos que les permitirían ir tirando. Sin embargo, conviene escuchar las reivindicaciones de «los indignados» (*les indignés*), por referencia al libro de Stéphane Hessel, publicado en marzo en España, dónde se han vendido cientos de miles de ejemplares. Las reivindicaciones son sobretodo políticas y, siendo así, podrían encontrar un eco en otros países europeos.

Las reivindicaciones constituyen una acusación a un sistema que confía su representación a un dúo polio compuesto por socialistas del PSOE y por conservados del Partido Popular, adornados localmente, por partidos nacionalistas regionales con fuertes arraigos. Un sistema que escoge arbitrariamente las aspiraciones populares que le convienen y aquellas que silenciará. Un sistema

que permite a las cohortes seleccionados sometidos a examen por corrupción en escándalos inmobiliarios presentarse en elecciones.

Las críticas que, en otras partes de Europa, encuentran una salida política en movimientos de extrema derecha populistas paren, en Madrid, Barcelona o Sevilla proposiciones con aires de memorias de estudiantes en ciencias políticas: reforma de la ley electoral, del Senado, crítica del bipartidismo. Corregir, gracias a Internet, el sistema sin pasar por los políticos y sus organizaciones —aunque fueren antisistema y protestatarios—, tal es la apuesta (*pari*) de ese movimiento en un país poco acostumbrado a las movilizaciones callejeras.

Esa es, tal vez, la lección de la «primavera árabe» en Europa: si el pueblo consigue cambiar el curso de las cosas en una dictadura, debe serle posible de hacerlo en una democracia.

## Euro and bonds hit by fears of contagion

(David Oakley, en *Financial Times* de 24/5)

El euro y los mercados de bonos de España y de Italia se vieron ayer sometidos a fuertes presiones por los temores de los inversores a que los problemas de Grecia estén afectando a países de la eurozona con economías de más peso, así como a la moneda única.

El euro, en efecto, cayó a niveles record frente al franco suizo, y también bajó ligeramente frente al dólar, al tiempo que el coste de colocar la deuda a 10 años subía a alturas no vistas desde el año 2000.

También subieron los rendimientos de los bonos a 10 años italianos.

Las preocupaciones por los efectos contagiosos de los males griegos se manifestaron también en los mercados de acciones europeos, cayendo las cotizaciones en Italia un 3,3 por ciento. También Wall Street se vio afectada, bajando el índice de S&P 500 un 1,1 por ciento en la cotización de la tarde. El estratega de BofA Merrill Lynch dijo: «Estamos empezando a detectar un mayor contagio en España y en Italia. Es como un grupo de escaladores atados unos a otros. Cuando Grecia resbala, se van para abajo otros países, como España e Italia».

Las señales de que la crisis de la deuda se extiende a Italia y a España son profundamente preocupantes, dicen los estrategas, dado que cualquier rescate de esas dos economías, el tercer y el cuarto país del club monetario, obligaría al máximo a las instituciones financieras internacionales al límite.

Los bonos españoles se vieron afectados por los pobres resultados de los socialistas en las recientes elecciones regionales.

El extra coste que España paga por encima de Alemania para endeudarse por más de 10 años subió 2,48 puntos porcentuales.

Los bonos de Italia fueron objeto de fuertes presiones después de que Standard & Poor anunciara que había recortado la

calificación «Aplus» dejándola en «negativo» debido a las preocupaciones motivadas por la situación económica.

Sin embargo, las tensiones cedieron en Italia después de que Silvio Berlusconi anunciara que estaba preparando un paquete de recortes y de incrementos de los ingresos para los próximos dos años, con el objetivo de equilibrar el presupuesto italiano para 2014.

Demoras en el programa de reforma griego y temores de que el Fondo Monetario Internacional se niegue a hacer efectivo el próximo plazo del préstamo del rescate de Grecia han inquietado a los mercados financieros y han incrementado las preocupaciones por la posible suspensión de los pagos de la deuda griega.

Por lo demás, los temores de contagio han sido la principal causa de la caída del 6 por ciento del valor del euro frente al dólar que ha tenido lugar desde principios de este mes.

### Europe is divided over Greek crisis

(Charles Forelle y Eric Blackstone, en *The Wall Street Journal* de 25/5)

Una profunda división entre los líderes europeos sobre cómo resolver los nuevos problemas financieros de Grecia y cómo evitar que éstos se propaguen incrementan los temores de que la crisis de la deuda de la eurozona haya entrado en una nueva fase.

La situación, en la que se enfrenta el Banco Central Europeo a Alemania y a algunos otros gobiernos de la eurozona, plantea una cuestión en el centro de una crisis que dura ya 18 meses: hasta qué punto los países más ricos de la zona están dispuestos a llegar para mantener el bloque intacto.

Lo que se plantea es si Grecia, un año después de que recibiera un rescate de 110 m.m. de euros (155 m.m. de dólares) debería verse obligada a suspender (*default*) sus obligaciones, o si Europa debería prestar más ayuda. Al Banco Central Europeo le preocupan las consecuencias que incluso una suave reestructuración de la deuda pudieran tener para Irlanda y otros países débiles de la zona, mientras los países más ricos del bloque, y en especial Alemania, temen el coste político de posteriores rescates.

Funcionarios del Banco Central Europeo amplificaron, el martes, su fuerte oposición a cualquier forma de reestructuración de la deuda por parte de Grecia. El gobernador del Banco de Francia, Christian Noyer, calificó la perspectiva de un «horrorosa», si bien algunos ministros de hacienda europeos hayan parecido inclinarse a favor de una modesta reestructuración.

Una severa advertencia contra la reestructuración procedió también de Moody Investors Service, según el cual cualquier suspensión de pagos por parte de Grecia podría torpedear el crédito del país para un largo (*sustained*) período, dando lugar a la suspensión de pagos de los bancos griegos y dejando a otros países de débil economía en situación de luchar para no seguir la senda de Grecia.

Lo que ocurra en Grecia podría en efecto producir un fuerte impacto en Irlanda, que también tuvo la necesidad de un rescate el pasado año. El gobierno irlandés no tiene tantas deudas como Grecia, pero su sistema bancario es frágil y el temor a una reestructuración de la deuda podría agravar la crisis allí.

En el centro del desacuerdo entre los países europeos hay un gran interrogante: qué hacer si Grecia, otra vez, se muestra necesitada de ayuda. Existe un acuerdo general en Europa en el sentido de estimar que los 110 m.m. del pasado año no le permitirán a Grecia sobrevivir hasta 2012. El problema es que no hay acuerdo sobre cómo llenar el vacío que así se produzca.

[...]

### L'euro réclame un peu de maturité politique

(*Le Monde* de 26/5. Editorial)

El euro es una cosa seria. En tiempo normal, la gestión de la moneda común es ya una cosa complicada. En tiempos de crisis, como hoy, tal gestión exige habilidad, diplomacia: en pocas palabras, una comunicación controlada y centralizada.

Ahora bien, lo que se desprende de los presentes debates sobre la mejor manera de ayudar al más enfermo de los miembros de la eurozona, Grecia, da una impresión catastrófica: cacofonía, incluso guerra larvada entre unos y otros sobre el remedio a aplicar a Atenas.

¿De qué se trata? Evidentemente, el primer plan de socorro destinado a salvar a Grecia de la quiebra no es suficiente. Los griegos disponen desde el año pasado de un préstamo de 110 m.m. de euros, que se divide en tres partes: dos tercios proporcionados por la Unión Europea y el resto proporcionado por el Fondo Monetario Internacional.

Esto debería permitirle hacer frente a vencimientos difíciles y volver después, en 2012, al mercado financiero para financiar su deuda. Irrealista: la desconfianza es tal que Atenas debería aceptar tipos de dos cifras –16 por ciento y más– para vender sus bonos del Tesoro.

Misiones de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional debaten en este momento sobre una nueva ayuda al gobierno de Georges Papandreou. Los planes de recuperación presupuestaria puestos ya en marcha no han convencido ni a los mercados ni a Bruselas, los cuales pretenden más, sobretudo que Atenas proceda a un amplio programa de privatizaciones. Más aún: los mercados –los compradores potenciales de la deuda griega– se interrogan a propósito de un punto esencial: cuál va a ser la capacidad de crecimiento del país en los próximos años.

El asunto es político, por supuesto. Un rápido recorrido por los parlamentos de la zona euro, sobre todo por Alemania, permite descubrir la extrema desconfianza (*réticence*) de los parlamentarios a acudir de nuevo a la ayuda de Grecia.

De ahí surge la cuestión tabú. ¿Debe reestructurarse –en claro, anular (*annuler*)– una parte de la deuda griega? Esto su-

pondría un golpe terrible para el euro, a su credibilidad. Éste sería un remedio catastrófico, intolerable.

Ahora bien. Destilado en pequeñas dosis, lentamente –por el ministro alemán de economía, Wolf Jgang, por su colega luxemburgués y presidente del eurogrupo, Jean-Claude Juncker, e incluso acariciado por la ministra francesa Christine Lagarde– la idea está sobre la mesa. A veces adquiere forma de los plazos de pago de una parte de la deuda griega.

Pero, en fin, el mal hecho está: la cacofonía de las intervenciones de unos y otros produce el sentimiento de un enfrentamiento alrededor de una posible reestructuración. Y sin llegar a pronunciarse sobre el fondo, los males ahí están: mercados febriles, el euro a la baja, agencias de rotación en estado de alerta...

¿Sería mucho pedir que una sola persona hablara por el euro? A veces, en la crisis presente, no es tanto el volumen de la deuda pública (reducido al producto interior bruto de la zona) lo que impresiona sino la incapacidad de los políticos a dar muestras de madurez.

### The nuclear option

(Financial Times de 30/5. Editorial)

Las olas del tsunami japonés han alcanzado Berlín. El lunes, Ángela Merkel, la cancillera, anunció que Alemania pondrá fin en 2022 al funcionamiento de las 17 centrales nucleares del país que están suministrando el 23 por ciento de la energía eléctrica que consume. Como contrapartida, Alemania duplicará la actual producción de energía de fuentes renovables. Alemania puede ser capaz de conseguir este plan, pero tal cierre supondrá malas noticias si otros países, reflexivamente, siguen su ejemplo apagando también el interruptor nuclear.

La fuerza atómica tiene un importante papel que representar en el mundo mixto de la energía. La producción atómica es limpia, cosa importante en un mundo que pretende reducir las emisiones de carbono. Es más regular (*steadier*) que las energías renovables, como la solar y como la eólica, así como la producida por las olas, que también requieren unas más sofisticadas y caras redes de distribución. Y para muchos países, ofrece una manera útil de reducir la dependencia de poco seguros (*mercurial*) suministradores de hidrocarburos.

La decisión de Merkel de ignorar esas ventajas es política. El terremoto japonés es el disparador de una discusión que ha sido muy debatida: La coalición Rojo-Verde bajo Gerhard Schröder fue la primera en sugerir un cierre de las centrales, en 1998, Alemania puede producir 90 giga vatios de energía. La demanda punta es de 80 GW. La pérdida de las ocho plantas ya cerradas reducirá la capacidad en 8,5 GW. Pero la oferta y la demanda permanecerán aproximadamente en equilibrio. A largo plazo, Alemania necesitará otros 11,5 GW de capacidad para sustituir a las nueve plantas que siguen produciendo. Esto no es inconcebible: el país posee el record de incrementar la producción de energía renovable (la duplicó y más que duplicó en la última década), y nuevas plantas accionadas por fuel de fósiles pueden ser construidas en un plazo relativamente corto.

Sin embargo, existen inconvenientes. Las plantas que consumen hidrocarburo perjudican el medio ambiente. [...]

Pero el principal inconveniente es que la decisión de Alemania supondrá un mensaje para sus pares... Excepto en los casos en que existan razones de seguridad apremiantes, el resto del mundo debería evitar la tentación de seguir el ejemplo alemán.

### «Learned helplessness»

(Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 31/5)

El paro es un terrible azote en la mayor parte de Occidente. Casi 14 millones de norteamericanos están sin empleo, y otros millones padecen empleo parcial o trabajos que no correspondan a sus dotes. Algunos países europeos todavía lo tienen peor: el 21 por ciento de los trabajadores españoles están sin empleo.

Por otra parte, esa situación no está en curso de tener pronto fin. Se trata de una prolongada tragedia, y en un mundo racional el fin de esta tragedia sería el objetivo económico prioritario. Tal debería ser el caso en Estados Unidos.

Sin embargo, una cosa rara se ha producido en el debate sobre política económica: En ambos lados del Atlántico, ha prevalecido un consenso según el cual nada puede o debería hacerse sobre empleo mientras paralelamente puede observarse cómo proliferan las excusas por la falta de acción, adornadas con un lenguaje sabio que infunde responsabilidad.

¿A qué excusas me refiero? Piensen en el informe dado a conocer la pasada semana, sobre la situación de la economía, elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. La OCDE es, básicamente, un *think tank* intergubernamental. Y si bien no tiene función alguna por lo que se refiere a la dirección de la política económica de sus países miembros, lo que dice es un reflejo de la sabiduría convencional de la élite política de Europa<sup>2</sup>. [...]

¿Qué ha tenido la OCDE que decir sobre las elevadas cifras de parados que hay en sus países miembros? «El espacio para políticas macroeconómicas que se aplican a esos retos complejos está completamente agotado», declaró el secretario general de la Organización, quién se dirigió a los países para que, en su lugar, confiaran en «la estructura», eso es, que se concentraran en reformas a largo plazo que tendrían poco impacto en la actual situación del empleo<sup>3</sup>.

¿Y cómo sabemos de qué ya no hay espacio para políticas que conduzcan a una recuperación del empleo por los parados? El secretario general no lo dijo, y el mismo informe en ningún momento sugirió siquiera posibles soluciones a la crisis del em-

<sup>2</sup> Entre los miembros de la OCDE figuran numerosos países no europeos, entre ellos Estados Unidos. El secretario general actual de la OCDE es mejicano. [Nota del traductor]

<sup>3</sup> Este último párrafo, delicado, decía así en el original inglés: *The room for macroeconomic policies to address these complex challenges is largely exhausted, declared the organisation secretary general, who called on countries instead to "go structural", es decir, to focus on long run reforms that would have little impact in the current employment situation*. [Nota del autor]

pleo. Todo lo que hace el informe es poner de relieve los riesgos –tal como él los ve– de salirse de la política ortodoxa.

[...]

### Huge new package planned for Greece

(Landon Thomas, en *International Herald Tribune* de 1/6)

Un nuevo paquete de rescate para Grecia se está formando, un fondo que estaría constituido por miles de millones de euros de nuevos préstamos a cambio de aceleradas privatizaciones y mayores ingresos fiscales por parte del gobierno griego.

El nuevo acuerdo que incluye una ayuda de 60 m.m. de euros (86 m.m. de dólares), serviría para cubrir las necesidades de Grecia de este año y el siguiente, y significaría el abandono de toda forma de reestructuración de la deuda anterior.

La expectativa de que Europa volverá a rescatar a Grecia dio lugar a una subida del cambio del euro y a una reacción de los mercados de acciones el martes. Los rendimientos de los bonos griegos a 10 años bajaron apreciablemente al 15,7 por ciento, frente al 16,8 por ciento de la semana pasada.

Según han declarado personas que mantienen el anonimato, en este segundo rescate participaría, como en el anterior, la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo<sup>4</sup>.

[...]

### Scaled-down Doha Round clears hurdle.

#### Scaled-down Doha in sight by year-end

(John W. Miller, en *Wall Street Journal* de 1/6)

Los 153 representantes de los países miembros de la Organización Mundial del Comercio Exterior acordaron el martes en Ginebra una nueva Ronda Doha de negociaciones comerciales menos ambiciosa, que eluda las cuestiones insolubles y que pueda ver un final feliz antes de fin de año habiendo resuelto los problemas que hoy parecen factibles.

Este nuevo programa de negociaciones, que el presidente de la OMC (WTO), Pascal Lami, ha llamado *early harvest*, no debería fracasar. Lo que sí pone de manifiesto la puesta en marcha de un plan descafeinado es que, con toda evidencia, la era de los grandes, de los multinacionales acuerdos sobre problemas de comercio exterior ha pasado a la historia.

<sup>4</sup> *Financial Times* de la misma fecha (1/6) daba cuenta, a modo de rumor de última hora, de un nuevo rescate para Grecia, y de la renuncia a cualquier tipo de reestructuración de la deuda concertada en 2010. La confirmación oficial de dicho segundo rescate podría producirse en la reunión de ministros que ha de celebrarse el 20 de junio. Mientras tanto, el euro ya ha reaccionado frente al dólar, cotizándose ayer a 1,4390. (Nota del traductor).

El resultado final de una década de negociaciones –dicen los expertos en comercio internacional– habrá sido, probablemente, un paquete de medidas destinadas a ayudar a los países menos desarrollados, entre los que se incluyen unos derechos arancelarios comunes, la eliminación de aranceles y de cupos o cuotas para las exportaciones de los países más pobres, etc.

Los fracasos más evidentes, en las negociaciones de la Ronda Doha, de los últimos 10 años, se refieren a la reducción de los aranceles para algunos productos industriales, la restricción de subvenciones al cultivo de productos agrícolas, la obertura del comercio exterior para los servicios, el establecimiento de ciertas reglas para el intercambio de propiedad intelectual, etc.

El nuevo llamado Plan B supone un retroceso serio por lo que se refiere al programa de negociaciones, y debe confiarse que los más modestos objetivos de dicho Plan B no necesitarán 10 años para alcanzarse.

La Ronda Doha, llamada así por el nombre de la ciudad de Qatar en la que se iniciaron las negociaciones comerciales de dicho nombre de 2001, empezaron con una campaña idealista con vistas a reconstruir las reglas del comercio internacional de tal forma que ayudaron a los países más pobres a salir de su situación, esto poco después de los ataques del once de septiembre. Pero los elevados objetivos pronto chocaron con las realidades políticas de los países occidentales, en especial en lo referente a la eliminación –no aceptada– de las subvenciones a la producción de ciertos productos agrícolas básicos.

[...]

Los ministros de comercio de los 153 países miembros de la OMC tienen previsto reunirse de nuevo en diciembre en Ginebra. Existe la esperanza de que algo sea acordado, aunque sea poco, en el marco del Plan B.

[...]

### Want to buy a piece of a Greek Island?

(William Boston, en *Wall Street Journal* de 1/6)

Ahora puede haber llegado la oportunidad de comprar esa porción de una isla griega en la que has estado soñando.

Como parte del plan griego de privatizaciones para obtener dinero con el que reducir sus montañas de deuda, el gobierno del país se prepara para vender hasta 30 m.m. de euros (42 m.m. de dólares) de propiedad pública. El proceso está todavía en sus inicios, pero próximas ventas incluirán probablemente activos que van desde la participación del Estado en el casino Mont Parnes, en Atenas, hoteles, e incluso una concesión para desarrollar una lujosa estación con campo de golf de primera categoría en la isla de Rhodes.

El Hellenic Public Real Estate Corporation, el ente del gobierno que administra las propiedades públicas, dispone de una lista de alrededor de 75 000 propiedades estatales. Esta entidad ha designado al National Bank of Greece SA para que dirija un

consorcio de asesores que está preparando la venta de 20 o 30 propiedades, las primeras de las cuales podrían salir al mercado en los próximos meses, según Aristotelis Karytinis, director general de la división inmobiliaria del National Bank of Greece.

El Fondo Monetario Internacional, en su último informe sobre Grecia, estima que podrían recaudarse 15 m.m. por ventas de bienes inmuebles. Según Karytinis, el dinero procedente de todas esas ventas podría alcanzar entre 15 m.m. y 30 m.m. de euros.

«Conocemos a cuanto asciende, aproximadamente, la propiedad susceptible de ser puesta en venta, aunque muchas de esas propiedades puedan plantear algún problema que exigiría una previa solución antes de poder disponer de las mismas. Esto podría exigir una clasificación de los bienes».

La privatización de esas propiedades constituye una parte de un programa más amplio de venta de propiedades estatales cuyo valor total puede alcanzar alrededor de 50 m.m. de euros, que Atenas se comprometió a reunir como medio para conseguir el rescate de 110 m.m. procedente de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional. Éste ha estado presionando a Grecia para que acelere el proceso de privatizaciones y para que Atenas coloque las oportunas señales en terrenos e industrias que cree que deben ser privatizados, como es el caso de los casinos autorizados para el juego.

Grecia espera atraer inversores internacionales que creen establecimientos modernos y comunidades residenciales para turistas extranjeros. «La industria turística es uno de nuestros primeros recursos. Se trata de una área en la que disponemos de muchas ventajas y creemos que podemos exportarlas con la colaboración técnica y monetaria de inversores internacionales».

[...]

### Europe races to beef up Greece's aid

(Charles Forelle, en *The Wall Street Journal* de 2/6)

Los responsables nacionales europeos de finanzas se reunieron ayer en Viena con objeto de preparar un nuevo paquete de ayuda a Grecia, pero las negociaciones deben con anterioridad llenar el vacío que existe entre Alemania y el Banco Central Europeo sobre la posible conveniencia de que inversores privados compartan las penas de sacar a flote el país deudor.

Estando éste al borde de una suspensión de pagos (*default*), en mayo de 2010, otros países europeos y el Fondo Monetario Internacional colaboraron para acudir en auxilio de Grecia, país que se encuentra de nuevo necesitado de apremiante ayuda.

Los reunidos de ayer han estado de acuerdo en que Grecia necesitará ahora alrededor de 30 m.m. de euros para 2012 y otros tantos para 2013. Los expertos están trabajando ahora en un plan que ha de ser sometido a la aprobación de los ministros de Hacienda cuando se reúnan a finales de este mes de junio.

Por lo menos una parte de dinero deberá proceder en forma de un nuevo rescate constituido por recursos de los

contribuyentes de los mayores países europeos, en especial de Alemania. Pero en la reunión de Viena, funcionarios del Ministerio de Finanzas alemán presionaron a los poseedores de bonos griegos para que contribuyeran con una parte de la carga, aceptando una prórroga de la fecha de vencimiento de sus inversiones. Este «reprofiling» de bonos griegos es anatema para el BCE.

El caso es que muchos analistas privados expresan su opinión según la cual los trabajos actuales sobre cómo operar olvidan un punto: Grecia, dicen, es probable que no devuelva nunca esas deudas en su totalidad, sin importar si se retrasan unos años o no las fechas de sus vencimientos.

[...]

### Spanish debt sale lifts euro

(Peter Garnham, en *Financial Times* de 3/6)

El euro subió ayer, jueves, después de que España anunciara una venta relativamente buena de bonos del Estado.

La preocupación por la crisis de la deuda aumentaron a última hora del miércoles después de que Moody's rebajara todavía más la deuda griega.

Al mediodía, sin embargo, el euro había subido un uno por ciento hasta alcanzar 1,4466 dólares frente al billete verde, subiendo también —un 0,9 por ciento— hasta llegar a 1,2163 franco suizo, frente a la divisa suiza, reacciones positivas todas ellas, resultado de la buena subasta de bonos españoles.

Madrid vendió con éxito 3,95 m.m. en bonos de 2014 y de 2015, con fuerte demanda, ya que ambas ventas habían podido colocar 2,5 veces más. Esto contribuyó a la convicción de que los riesgos de contagio habían sido contenidos al tiempo que los líderes de la Unión Europea preparaban el nuevo plan de rescate de Grecia.

Una razón que explica la arrolladora (*storming*) sesión es que España parece haber encontrado la forma de situarse fuera de la primera (*immediate*) línea de contagio.

El euro también encontró sostén después de que Jean-Claude Trichet pidiera la creación de un ministerio de finanzas para la zona euro.

Reiterando que «no existe crisis del euro», Trichet añadió que desearía que la Unión Europea tuviera poder para vetar partes (*parts*) del presupuesto de un determinado país si se viera que se desvía de una elemental línea de prudencia.

El euro también subió —un 0,8 por ciento— hasta alcanzar 0,8842 libras, y 0,9 por ciento frente al yen (Y1 16,80).

El dólar, por su parte, permaneció bajo presión como consecuencia de una caída de la demanda de productos de la industria lo que se interpretó como una señal de ralentización de la actividad económica.

## El impacto de la crisis en los bancos españoles: 2007-2010\*

Joaquín Maudos\*\*

### 1. Introducción

Es un hecho ampliamente conocido que la crisis internacional iniciada en el verano de 2007 en el sistema financiero estadounidense, y cuyos efectos todavía se están sintiendo, ha impactado con virulencia en un elevado número de países y sectores bancarios. La intensidad de la caída del PIB y el empleo es tal, que es frecuente hacer paralelismos con la situación vivida tras el *crack* bursátil de 1929 que dio lugar a la llamada gran depresión, y que hoy día se ha rebautizado como la gran recesión para describir la crisis que estamos viviendo.

En el caso español, también la crisis internacional ha impactado con intensidad, dando lugar a una ruptura en la etapa de intenso crecimiento económico iniciada a mediados de la década de los noventa. El máximo exponente de la intensidad de la crisis es haber pasado en pocos años de una tasa de paro cercana al 8% a un nivel que en estos momentos ya supera el 21%.

El sector bancario español también ha sufrido las consecuencias de la crisis. Así, si bien la exposición directa a los productos *subprime* americanos era marginal, las debilidades y desequilibrios que acumuló en la etapa del

*boom* inmobiliario han pasado factura en forma de caída de beneficios, aumento de la morosidad y problemas para refinanciar en los mercados internacionales el elevado nivel de deuda acumulado. Así, en poco tiempo, hemos pasado de hablar de las fortalezas del sector bancario español a los retos futuros, dando lugar a un profundo proceso de reestructuración del sector.

Si bien las cajas de ahorros han protagonizado hasta ahora el proceso de reestructuración como consecuencia de los desequilibrios acumulados en la fase alcista del ciclo, también los bancos están sufriendo las consecuencias de la crisis. De hecho, como se analiza en este artículo, no conviene generalizar hablando de los problemas de las cajas de ahorros frente a los bancos, dada la existencia de enormes diferencias dentro del colectivo tanto de cajas como de bancos.

Los análisis hasta ahora realizados del impacto de la crisis en el sector bancario español suelen centrarse en las cajas de ahorros<sup>1</sup> dado que son las que están protagonizando el profundo proceso de reestructuración en el que están inmersas. Sin embargo, también los bancos han sufrido los efectos de la crisis, por lo que es de interés aportar evidencia empírica específica de este subsector.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente de los bancos comerciales españoles (grupos bancarios consolidados) con objeto de cuantificar el impacto de la crisis en el periodo 2007-2010. Para ello, se ofrece una visión agregada de la evolución del sector en un amplio conjunto de variables (actividad, rentabilidad, solvencia, morosidad, márgenes, etc.) con objeto de

\* El tema tratado en este artículo se enmarca en los temas analizados en el proyecto de investigación SEJ2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación y en el proyecto PROMETEO/2009/066 de la Generalitat Valenciana. En ambos casos, el autor agradece la financiación recibida para el desarrollo de los proyectos. Igualmente, el autor agradece a Santiago Carbó los comentarios realizados a una versión anterior del trabajo.

\*\* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia.

<sup>1</sup> Véase por ejemplo Carbó y Maudos (2011).

obtener una imagen de la “salud” del sector. Pero como esa imagen agregada enmascara enormes diferencias entre entidades, en el artículo se pone especial hincapié en analizar esas diferencias trabajando con datos desagregados de los grupos bancarios consolidados.

Con este objetivo, el artículo se estructura en tres secciones. En la 2 se ofrece una descripción de la evolución agregada de los bancos comerciales en el periodo 2007-2010 con objeto de analizar el impacto de la crisis. En la 3 se analizan cuatro características del sector: la evolución del negocio y las necesidades de financiación; los márgenes y rentabilidad; los costes y eficiencia en la gestión; y la solvencia y morosidad. Finalmente, la sección 4 resume los principales resultados y conclusiones del trabajo.

## 2. La evolución agregada de la banca española en el periodo 2007-2010

La evolución de la banca española en el periodo 2007-2010 está fuertemente marcada por el impacto de la crisis y la finalización de la etapa del *boom* inmobiliario. A nivel internacional y, sobre todo, tras la caída de Lehman Brothers, la falta de confianza en los mercados financieros ha condicionado las posibilidades de acceso de los bancos españoles a la financiación de los mercados mayoristas. Y a nivel nacional, la contracción de la actividad económica (con el consiguiente aumento de la tasa de paro) y la elevada exposición de la banca al sector inmobiliario son los principales factores que afectan a los resultados bancarios. Ambos (crisis económica y pinchazo de la burbuja inmobiliaria) han provocado un marcado crecimiento en la morosidad bancaria, lo que es un elemento de presión para la solvencia del sector.

Como muestra la información del cuadro 1, la crisis ha impactado con fuerza tanto en el volumen de créditos concedidos como, sobre todo, en las posibilidades de emitir deuda en los mercados. Así, en el primer caso, el crédito de los grupos bancarios españoles crece a partir de 2007 a tasas mucho más reducidas en comparación con los años del boom inmobiliario, produciéndose el mayor ajuste en 2009, con un crecimiento del 3,3% en el *stock* vivo de créditos a la clientela. Y en el caso de la emisión de renta fija, ya en 2009 la tasa de crecimiento es negativa, llegando a un -13,1% en 2010. Por el contrario, en 2009 se produce un fuerte crecimiento en las inversiones en renta fija dado el aumento de la aversión al riesgo y la preferencia por la deuda pública. Para el conjunto del balance de los grupos bancarios, en 2010 es cuando menos ha crecido la actividad bancaria (5,8% de crecimiento en el activo total).

El mayor crecimiento de los depósitos en relación al crédito que se produce en el periodo 2007-2010 ha reducido las necesidades de financiación de la banca española, pasando de 417.600 millones de euros en 2007 a 284.187 millones de euros en 2010. Ante el cierre de los mercados mayoristas, la banca ha tenido que recurrir al depósito como mecanismo básico de financiación, lo que ha permitido mejorar la ratio depósitos/créditos. En concreto, si en 2007 los bancos españoles financiaban con depósitos de los clientes el 65% de los créditos a la clientela, a finales de 2010 el porcentaje ha aumentado hasta el 80%, reduciéndose de esa forma sus necesidades de financiación en los mercados internacionales.

En términos de resultados, el impacto de la crisis se ha dejado notar en los niveles de rentabilidad alcanzados, cayendo la rentabilidad sobre activo (ROA) progresivamente en el tiempo. Así, frente a una ROA del 1,11% en 2007, la rentabilidad ha caído hasta alcanzar en 2010 un mínimo del 0,71%. En términos de ROE (resultado atribuido) también la caída es muy intensa, cayendo a la mitad de 2007 (21,4%) a 2010 (10,6%). El resultado consolidado del ejercicio se sitúa en 2010 en 15.650 millones de euros, frente a los 18.889 millones de euros de 2007.

La caída en los niveles de rentabilidad se debe, sobre todo, a las necesidades de saneamiento del activo, alcanzando un máximo de 24.239 millones de euros en 2009. En el trienio 2008-2010, la banca española ha tenido que destinar 61.000 millones de euros a sanear el activo (provisiones para insolvencias de créditos y resto de provisiones y dotaciones), en un contexto en el que la tasa de morosidad ha aumentado del 1% a finales de 2007 al 4,4% a finales de 2010. Además del crecimiento de la morosidad, también han aumentado otros activos problemáticos, alcanzando el volumen de activos adjudicados (aproximado por la suma de los activos no corrientes en venta, inversiones inmobiliarias y existencias) a finales de 2010 casi 24.000 millones de euros, lo que representa el 1,1% del activo total. El acelerado crecimiento de la tasa de morosidad conlleva una brusca caída en el grado de cobertura, cayendo del 190% en 2007 al 65% en 2010.

La información que suministra el Banco de España (referida en este caso al negocio nacional) muestra que las tasas de morosidad más altas están en el crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria (12,6% y 14,2%, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2010). En el crédito al consumo, también han aumentado con fuerza hasta situarse en el 8,4%. Por el contrario, en el crédito para la compra de vivienda, la morosidad es mucho más reducida (2,3%).

La caída en los niveles de rentabilidad ha exigido a las entidades un esfuerzo en el control de los costes, cayendo

Cuadro 1

## EVOLUCIÓN DE LOS GRUPOS BANCARIOS ESPAÑOLES (GRUPOS CONSOLIDADOS)

	2007	2008	2009	2010	T.C. 2007-08	T.C. 2008-09	T.C. 2009-10
<b>Evolución de la actividad</b>							
Activos totales medios (mm)	1.722.200	1.867.331	2.096.214	2.217.034	8,4%	12,3%	5,8%
Créditos a clientes (mm)	1.185.100	1.298.440	1.341.924	1.409.809	9,6%	3,3%	5,1%
Depósitos de clientes (mm)	767.500	874.550	963.426	1.125.622	13,9%	10,2%	16,8%
Cartera de renta fija (mm)	213.500	215.452	305.260	297.130	0,9%	41,7%	-2,7%
Renta fija emitida (mm)	485.200	498.032	478.330	415.488	2,6%	-4,0%	-13,1%
<b>Necesidades de financiación</b>							
Créditos a clientes (mm)	1.185.100	1.298.440	1.341.924	1.409.809	9,6%	3,3%	5,1%
Depósitos a clientes (mm)	767.500	874.550	963.426	1.125.622	13,9%	10,2%	16,8%
Necesidad de financiación (mm)	417.600	423.890	378.498	284.187	1,5%	-10,7%	-24,9%
Depósitos / Créditos (%)	65	67	72	80	4,0%	6,6%	11,2%
<b>Solvencia y morosidad (% activo)</b>							
Core capital	6,11	7,09	8,36	9	16,0%	17,9%	7,7%
Tier 1	7,56	9,3	9,74	10,11	23,0%	4,7%	3,8%
Solvencia total	12,4	13,2	13,2	12,9	6,5%	0,0%	-2,3%
Tasa de morosidad	1	2,39	4,11	4,37	139,0%	72,0%	6,3%
Cobertura (%)	190	91	67	65	-52,1%	-26,4%	-3,0%
<b>Márgenes y rentabilidad (% activo)</b>							
Margen de intereses	1,9	2,02	2,33	2,24	6,3%	15,3%	-3,9%
Dotaciones y provisiones	0,47	0,84	1,16	0,96	78,7%	38,1%	-17,2%
Saneamientos (mm)	8.060	15.726	24.239	21.262	95,1%	54,1%	-12,3%
Resultado actividad explotación	1,4	1,07	0,93	0,97	-23,6%	-13,1%	4,3%
ROA	1,11	0,93	0,77	0,71	-16,2%	-17,2%	-7,8%
ROE atribuido	21,43	15,45	12,1	10,58	-27,9%	-21,7%	-12,6%
Resultado consolidado del ejercicio	18.889	16.603	16.079	15.650	-12,1%	-3,2%	-2,7%
<b>Costes y eficiencia</b>							
Costes medios (% activo)	1,48	1,33	1,33	1,35	-9,8%	0,0%	1,1%
Eficiencia (G. explo/ M. bruto) (%)	44	38	37,6	39,4	-13,9%	0,0%	4,9%

Fuente: AEB y elaboración propia.

el coste medio por unidad de activo del 1,48% en 2007 al 1,35% en 2010. El esfuerzo realizado ha permitido mejorar la eficiencia, ya que la ratio de eficiencia operativa ha caído, de un 44% en 2007 a un 39,4% en 2010, en un contexto de reducción del margen bruto.

Finalmente, en términos de solvencia, la ratio BIS ha aumentado en 0,5 puntos porcentuales (pp.) de 2007 a 2010 hasta alcanzar en este último año el 12,89%, con

un exceso de capital sobre el mínimo legal cercano a 5 pp. Y en términos de *core capital*, la ratio ha mejorado en mayor medida (2,9 pp.), lo que supone un gran esfuerzo por mejorar la solvencia y la calidad de los recursos propios. La importancia de pasar con holgura las pruebas de resistencia, y la exigencia de capitalización que exige el mercado, está detrás del aumento de los niveles de solvencia de la banca española para poder afrontar en mejores condiciones los retos de la crisis y mejorar la

posición para acceder a la financiación en los mercados mayoristas.

### 3. La evolución reciente de los grupos bancarios

La evolución agregada tanto del negocio bancario como del resto de variables analizadas está fuertemente influenciada por el comportamiento de los dos grandes grupos bancarios españoles, ya que el Santander y el BBVA representan en 2010 el 80,7% del activo total de la banca española (55,5% el Santander y 25,2% el BBVA). Este hecho es sumamente importante a la hora de interpretar la evolución de la banca española ya que la elevada concentración del negocio en manos de estos dos grupos bancarios y su presencia internacionales en otros países a través de filiales (lo que implica una mayor diversificación geográfica del negocio y por tanto una menor concentración de riesgos) hace que la visión agregada del sector esté fuertemente influenciada por la estrategia y resultados de estos dos bancos. Hay que tener en cuenta que de los 2,2 billones de activo de los grupos bancarios españoles consolidados, las filiales bancarias en el exterior aportan casi un tercio (32,4%) del negocio, del que la mayor parte es de las filiales del Santander y el BBVA.

Por poner un ejemplo de la importancia que tiene la influencia de los dos grandes bancos españoles a la hora de analizar la influencia del agregado, si del activo total de los grupos bancarios españoles eliminamos al BBVA y al Santander, frente a un aumento del 16% en el activo del total de los grupos bancarios que tiene lugar de 2008 a 2010, la variación descontando estos dos grandes grupos es una caída del 4,9%. Si nos centramos solo en lo acontecido en el último año disponible, en 2010 la caída también es del 4,9% (ya que en 2009 el activo se mantuvo en el nivel de 2008), mientras que incluyendo Santander y BBVA, el activo aumentó en 5,8%.

Además de las cautelas señaladas anteriormente a la hora de interpretar la evolución agregada del sector, también es importante señalar la heterogeneidad existente dada la presencia de bancos de muy distinto tamaño. Así, en términos de balance, coexisten bancos con un tamaño superior a 50.000 millones de euros (además del Santander y BBVA, el Popular, Sabadell y Bankinter) con otros con un activo inferior a los 1.000 millones de euros (en concreto, 13 de los 30 grupos bancario existentes en 2010). Además, la distinta naturaleza de las entidades (banca privada, filiales de bancos extranjeros, etc.) también explica parte de las diferencias observadas entre bancos.

#### 3.1. Negocio bancario y necesidades de financiación

Con objeto de ilustrar las enormes desigualdades existentes entre grupos bancarios, el gráfico 1 muestra el crecimiento del crédito a clientes de 2009 a 2010 para cada uno de los grupos españoles. Como muestra el *ranking* representado en el gráfico 1, frente a un crecimiento medio del 3,6% de diciembre 2009 a diciembre 2010 para el total de los grupos bancarios, coexisten entidades con crecimientos por encima del 15% (como Banco Sabadell, Paribas y Banco de Alcalá entre otros) con otras con caídas también por encima del 15% (como Banco Cooperativo Español e Inversis). En el caso de los mayores grupos bancarios, Santander ha visto crecer el crédito un 6,1%, el BBVA un 4,8% y el Popular un 1,1%. Es importante advertir que al trabajar con datos consolidados, se incluye el negocio de las filiales de bancos españoles en el extranjero, por lo que el crecimiento del crédito es menor en caso de trabajar con datos individuales que reflejan las condiciones existentes en el mercado español.

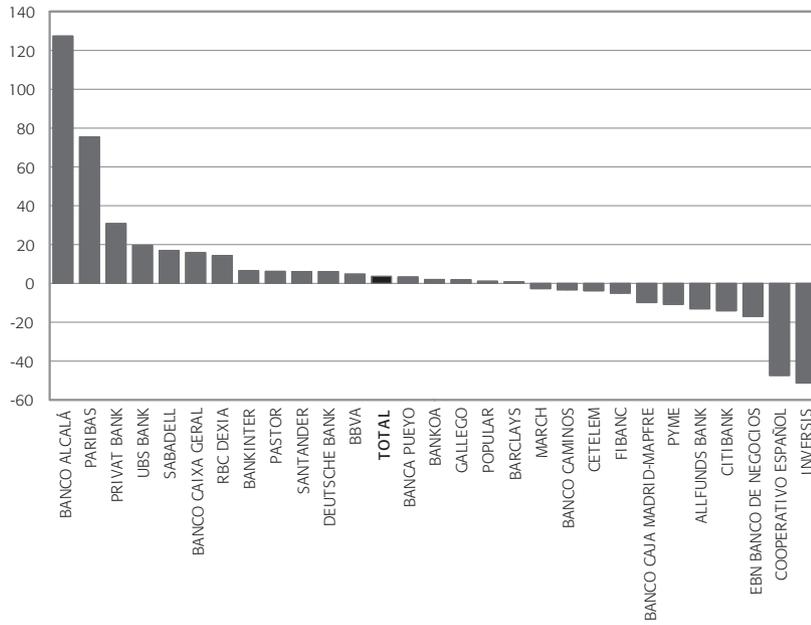
Como se ha señalado en la sección anterior, dadas las restricciones de acceso a los mercados mayoristas con motivo de la crisis, las entidades españolas han centrado sus esfuerzos en la captación de financiación vía depósitos de los clientes, iniciándose a principios de 2010 una guerra en la captación de depósitos ofreciendo tipos muy por encima de los existentes en los mercados monetarios. Así, de diciembre de 2009 a diciembre de 2010, los depósitos de los grupos bancarios españoles crecieron casi un 16%, lo que ha permitido incrementar sustancialmente la ratio depósitos/créditos (hasta el 80%), reduciéndose las necesidades netas de financiación.

Pero frente a este aumento promedio del 16% en los depósitos, como señala el gráfico 2, hay entidades que han aumentado sus depósitos más del 20% (como el Sabadell, el Popular y el Santander) y otras, en cambio, han visto reducir en gran cuantía su base de depósitos, destacando las caídas de algunos bancos extranjeros (como Barclays, Deutsche Bank y Citibank) y algunos españoles (como Inversis y Banco de Alcalá). En el caso del Santander, su fuerte crecimiento puede explicarse en parte por la agresiva campaña en la captación de pasivo (también en el caso del Popular) que fue quien inició precisamente la guerra del pasivo con su depósito al 4%.

Dada la evolución y nivel de créditos y depósitos, también existen enormes diferencias en las necesidades de financiación de los bancos españoles y en el porcentaje de créditos que consiguen financiar mediante la captación de depósitos. Así, con datos a diciembre de 2010, frente a un

Gráfico 1

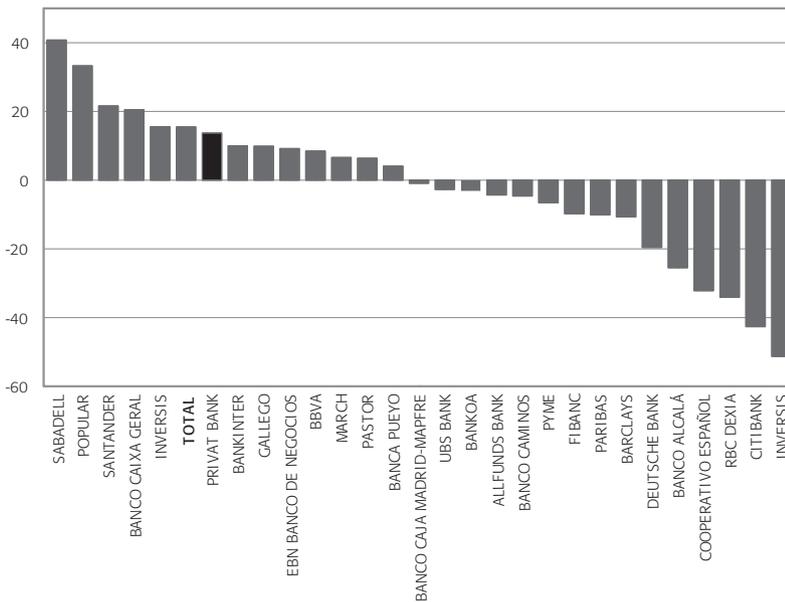
TASA DE CRECIMIENTO 2009-2010 DEL CRÉDITO A CLIENTES. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

Gráfico 2

TASA DE CRECIMIENTO 2009-2010 DE LOS DEPÓSITOS DE LA CLIENTELA. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



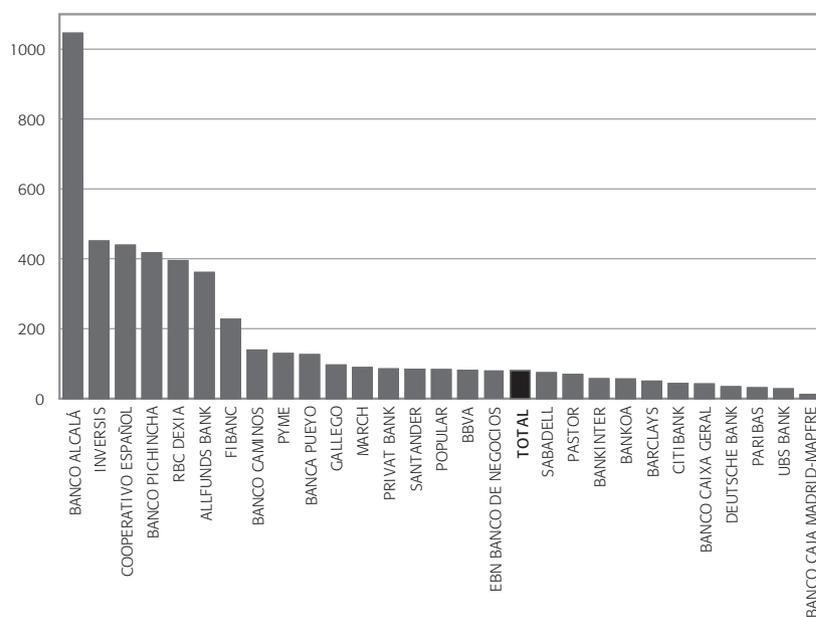
Fuente: AEB y elaboración propia.

porcentaje medio del 80%, algunos bancos (como Banco de Alcalá, Inversis, Banco Cooperativo Español, RBC Dexia y Fibanc) presentan porcentajes por encima del 200% y otros (como Citibank, Banco Caixa General, Deutsche Bank, Paribas, UBS y Banco Caja Madrid-Mapfre) no alcanzan el 50%. Los grandes bancos españoles presentan ratios muy similares en torno al 82% (84% en el Santander, 83% en el Popular y 81% en el BBVA). Del resto de bancos de cierto tamaño, Bankinter es el que presenta la menor ratio (57%), situándose el Sabadell (74%) y el Pastor (69%) también por debajo de los grandes bancos.

maño presentan menores rentabilidades: 0,46% Popular, 0,39% Sabadell, 0,28% Bankinter y 0,20% Banco Pastor. Ocho de los treinta grupos bancarios presentan pérdidas. En el extremo opuesto, destacan las elevadas rentabilidades de AllFunds Bank (4,8%) y la Banca March (2,87%). No obstante, en términos de ROE (aproximado como cociente entre el resultado del ejercicio y los recursos propios), la Banca March (20,8%), el BBVA (13,6%) y el Santander (11,8%) encabezan el ranking con rentabilidades por encima de la media del sector, mientras que el Popular (6,9%), Sabadell (6,4%), Bankinter (5,8%) y

Gráfico 3

## RELACIÓN DEPÓSITOS/CRÉDITOS A LA CLIENTELA (%): 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

### 3.2. Márgenes y rentabilidad

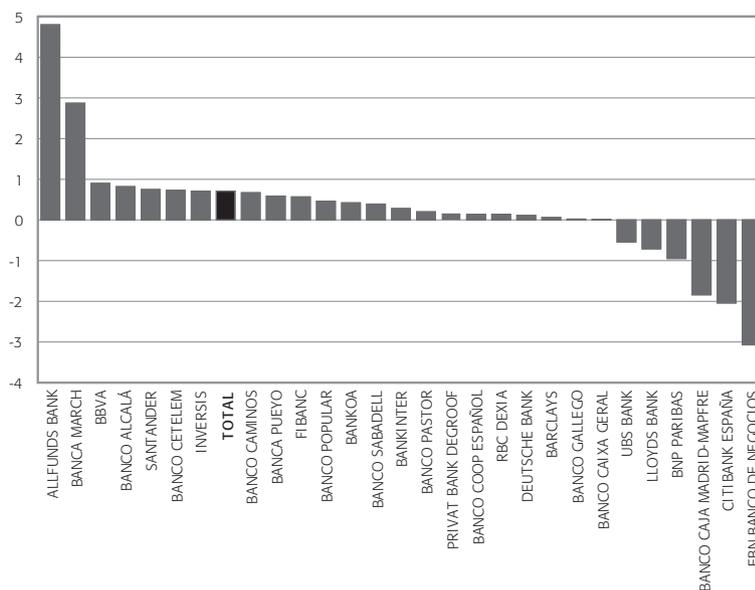
Con motivo de la crisis, el nivel de rentabilidad de la banca española se ha reducido de forma considerable pasando de una ROA (ROE) del 1,11% (21,43%) en 2007 a un 0,71% (10,58%) en 2010. La información desagregada por entidades muestra en la actualidad diferencias notables en los niveles de rentabilidad alcanzados tanto en términos de ROA como de ROE. Así, en el primer caso, y en términos de resultado consolidado del ejercicio, el gráfico 4 sitúa la rentabilidad de los dos mayores grupos bancarios españoles por encima de la media del sector, con una rentabilidad del grupo Santander del 0,75% y del 0,9% en el BBVA. El resto de bancos de cierto ta-

Pastor (4,2%) se sitúan muy por debajo de la rentabilidad de los dos grandes grupos bancarios.

La caída en la rentabilidad se explica en buena medida por los saneamientos que ha sido necesario realizar ante el deterioro de los activos bancarios, sobre todos los relacionados con la construcción y promoción inmobiliaria. De hecho, como nos ha recordado recientemente el Banco de España en su último Informe de Estabilidad Financiera (mayo de 2011), desde inicios de 2008 las entidades de depósitos españolas han realizado un intenso saneamiento de sus balances, destinando a la corrección del valor de los activos una cuantía equivalente al 9% del PIB (96.000 millones de euros).

Gráfico 4

## RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO (ROA): 2010 (PORCENTAJE). GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

En el caso concreto de los bancos, la información que aporta la AEB cifra en más de 60.000 millones el valor acumulado de los saneamientos realizados vía dotaciones y provisiones para insolvencias. La información por bancos correspondiente a 2010 (gráfico 5) indica que algunos grupos se han visto obligados a sanear en mayor medida el balance, situándose el porcentaje de saneamientos respecto del activo por encima del 3% en seis grupos bancarios, muy por encima de la media del 1% del sector. Entre los mayores grupos, el Pastor es el que en 2010 ha realizado los mayores saneamientos (1,11% del activo), seguido de BBVA (1,03%), Popular (1,01), Sabadell (0,98%) y Santander (0,97). En 2009, el importe de los saneamientos fue superior, con porcentajes del 1,22% en Santander, 1,41% en BBVA, 1,51% en Popular, 1% en Sabadell, 2,03% en Pastor y solo el 0,48% en Bankinter. En ese año, el mayor esfuerzo en saneamientos corresponde al CitiBank España (7,66%), Cetelem (6,59%) y el Banco de Servicios Financieros Caja Madrid- Mapfre (3,19%).

### 3.3. Costes y eficiencia

La caída en el ritmo de crecimiento del negocio bancario y la reducción de los niveles de rentabilidad ha obligado a las entidades a reducir costes y ganar eficiencia. De

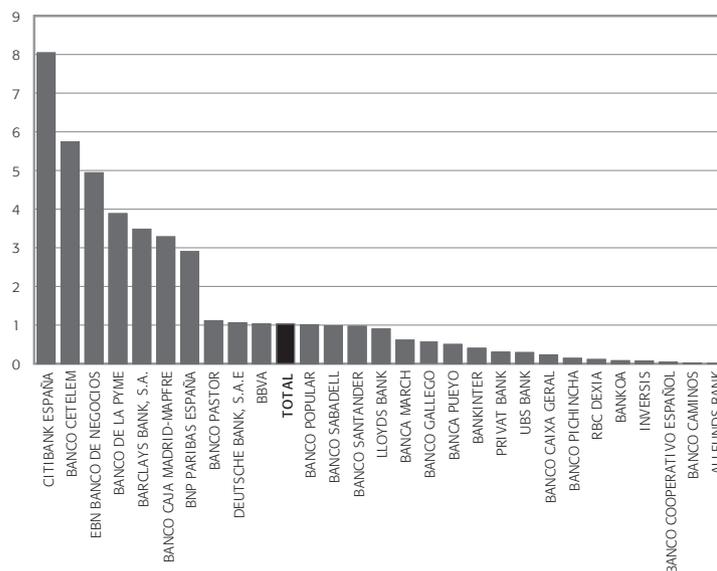
hecho, el acceso a las ayudas del FROB exige presentar al Banco de España un plan de ajuste que contemple la reducción del exceso de capacidad instalada para así reducir costes y mejorar la eficiencia.

Como hemos visto en páginas anteriores, los niveles de costes medios (gastos de explotación por unidad de activo) a finales de 2010 (1,35%) son un 9% más reducidos que en 2007 (1,48%), habiéndose producido la caída en 2008, para mantenerse los costes medios en los dos años posteriores. Además, la caída en los costes unitarios ha sido superior a la reducción del margen bruto, lo que ha permitido mejorar la ratio de eficiencia operativa en casi cinco pp. No obstante, en 2010, la eficiencia ha empeorado un 4,9%, situándose la ratio en el 39,4%.

Los costes operativos medios de los grupos bancarios en 2010 que muestra el gráfico 6 muestra un elevado rango de variación, ya que hay bancos con costes unitarios cercanos al 10% (como Citibank, Allfunds Bank y el Banco Pichincha, este último con un coste unitario del 12,7% en su primer año de actuación en España) y bancos con costes medios por debajo del 1% (como el Banco Cooperativo Español, el Banco Caja Madrid-Mapfre, y el Banco Popular). Los grandes grupos bancarios españoles presentan un coste unitario del 1,33% (Santander) y 1,48%

Gráfico 5

## SANEAMIENTOS COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO: 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

(BBVA), situándose Pastor, Sabadell y Popular por debajo de la media del sector.

En términos de eficiencia (gráfico 7), la Banca March es el banco más eficiente, con una ratio del 25%, lo que supone estar 14 pp. por debajo de la media del sector (39,4%). Banco Popular (35,2%), Santander (38,7%) y BBVA (39,2%) son más eficientes que la media del sector, mientras que Sabadell (44,4%), Pastor (47,4%) y Bankinter (53,8) se sitúan por encima de la ratio media de eficiencia operativa. En 2010, tres bancos presentan una ratio de eficiencia por encima del 100%, lo que implica que sus gastos de explotación son superiores a su margen bruto.

### 3.4. Solvencia y morosidad

La AEB no suministra en sus estados financieros información individualizada de la ratio de solvencia de las entidades ni tampoco la tasa de morosidad. No obstante, una aproximación a la solvencia puede realizarse a través de la ratio recursos propios/activo, información que sí aparece en los balances públicos de las entidades.

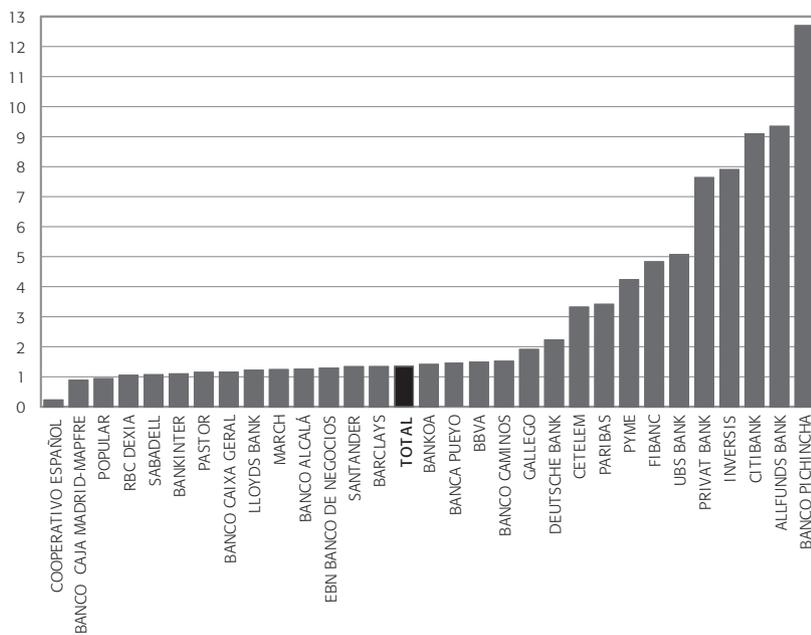
El gráfico 8 representa la tasa de crecimiento de la ratio de capitalización en 2010, ordenando las entida-

des de mayor a menor. Frente a un aumento del 4,6% para la media de los grupos bancarios, algunas entidades han realizado un esfuerzo de capitalización mucho más intenso, destacando el crecimiento de la Banca March, UBS Bank, Banco de Alcalá y Allfunds Bank. En el extremo opuesto, con fuertes caídas en la capitalización, se sitúan Deutsche Bank, Banco de Negocios Cooperativo Español, Banco de la PYME, Cetelem, Paribas y Barclays. Entre los grandes grupos bancarios españoles, destaca el aumento de la capitalización de BBVA (la ratio recursos propios/activo ha aumentado un 21%), mientras que Popular ha incrementado la ratio en mucha menor medida (3,6%). Por el contrario, Santander ha reducido la ratio un 1,8%. También es de destacar el aumento de la capitalización del Banco Pastor (un 46%) y la caída del 2,4% en Banco Sabadell.

Si tomamos como referencia la última información disponible a fecha diciembre 2010, el gráfico 9 muestra que la capitalización media se sitúa en el 6,4%, siendo la ratio muy parecida en los grandes grupos bancarios (6,74% en Popular, 6,64% en BBVA, 6,35% en Santander, 6,15% en Sabadell). Bankinter (4,81%) y Pastor (4,75%) presentan niveles de capitalización por debajo de los grandes bancos, mientras que bancos muy pequeños como el recién creado Pichincha (64,9%), AllFunds Bank (43,8%), Fibanc (27,5%) e Inversis (20%) son los más capitalizados.

Gráfico 6

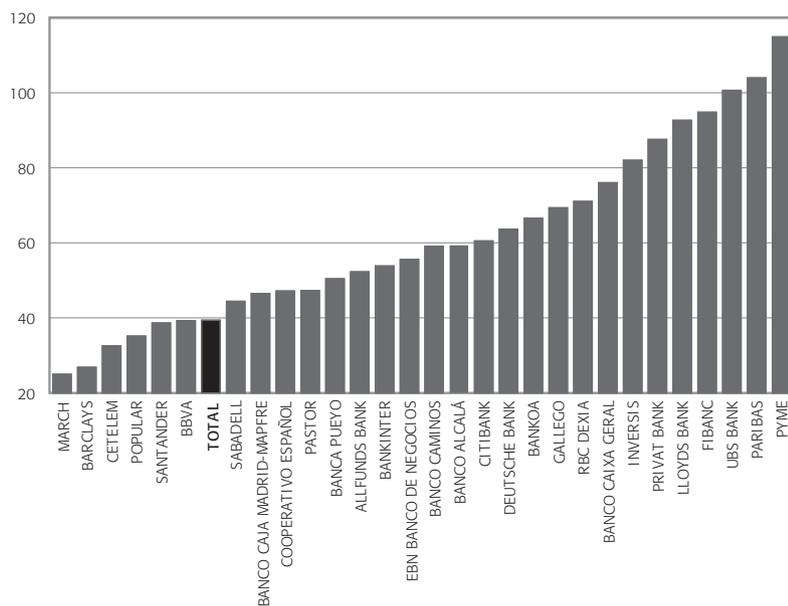
GASTOS DE EXPLOTACIÓN COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO: 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

Gráfico 7

RATIO DE EFICIENCIA OPERATIVA (%): 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS

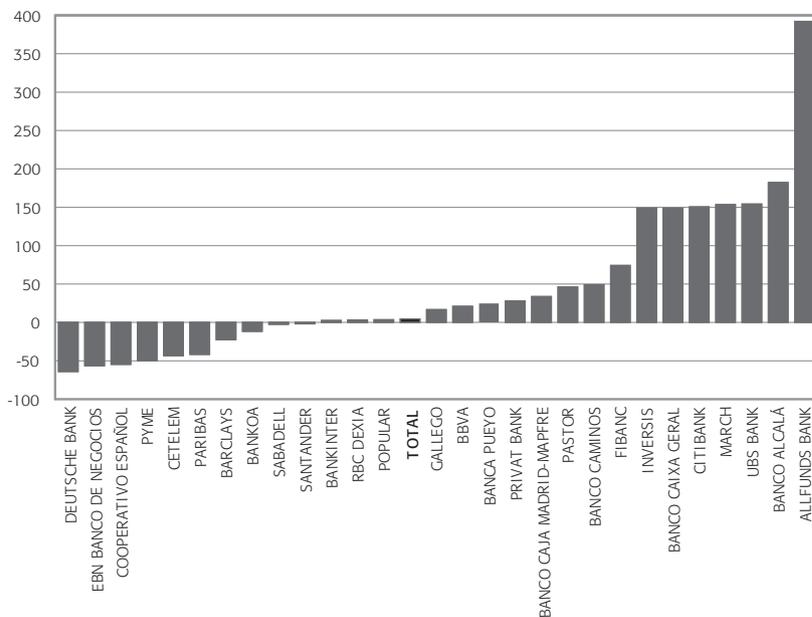


Fuente: AEB y elaboración propia.

Nota: se ha eliminado el Banco Pichincha ya que su elevada ratio de eficiencia (745%) distorsiona los resultados.

Gráfico 8

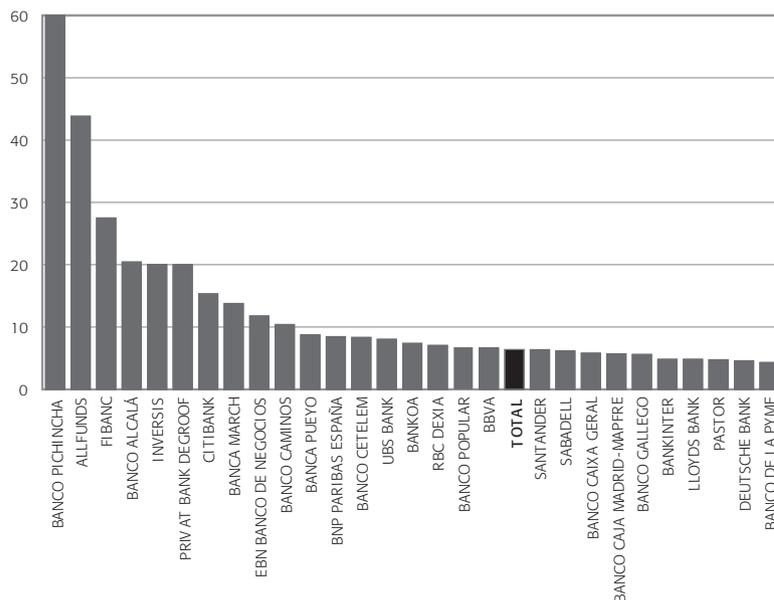
TASA DE CRECIMIENTO 2009-2010 DE LA RELACIÓN RECURSOS PROPIOS/ACTIVO (%). GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

Gráfico 9

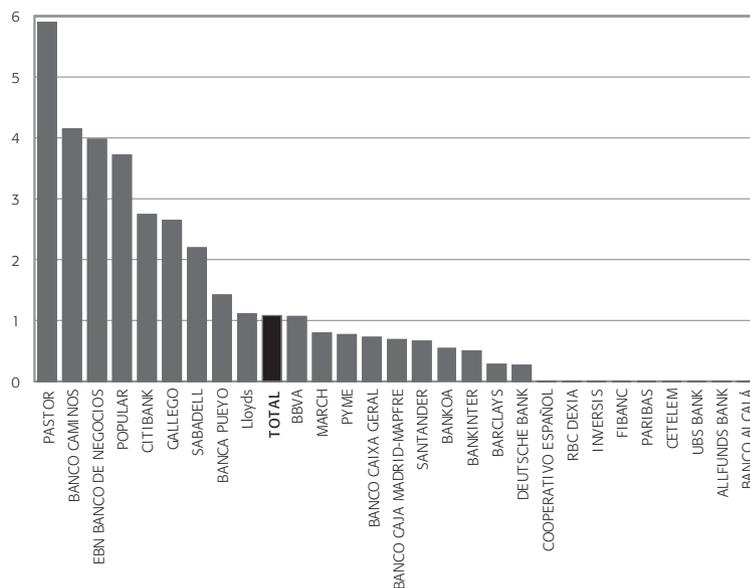
RELACIÓN RECURSOS PROPIOS/ACTIVO (%): 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

Gráfico 10

## ACTIVOS ADJUDICADOS COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO: 2010. GRUPOS BANCARIOS CONSOLIDADOS



Fuente: AEB y elaboración propia.

En términos de morosidad, con datos declarados por las principales entidades a la CNMV a diciembre de 2010, el grupo que presenta la mayor tasa es Popular (5,3%), seguido de Pastor (5,1%), Sabadell (5%), BBVA (4,1%) y Santander (3,55%). Bankinter presenta una tasa de morosidad mucho más reducida (2,9%).

Dado el fuerte crecimiento de la morosidad que se ha producido desde el inicio de la crisis, las entidades bancarias se han visto obligadas a tomar en pago activos para hacer frente a esa morosidad. Por ese motivo, se ha producido un aumento considerable en el importe de los activos adjudicados que entran en el balance de las entidades y motivo de preocupación, dado que no generan ingresos y que forman, por tanto, parte de los llamados activos potencialmente problemáticos (cuyo importe fue estimado por el Banco de España en 180.800 millones de euros, en junio de 2010, en el caso de los activos de las entidades de depósitos relacionados con la construcción y la promoción inmobiliaria).

Una aproximación a la importancia de este problema es estimar el valor de los activos adjudicados sumando tres partidas del balance: los activos no corrientes en venta, las inversiones inmobiliarias y las existencias. Con esta aproximación, a finales de 2010 los grupos bancarios

españoles tenían en sus balances casi 24.000 millones de activos adjudicados, lo que representa el 1,08% del activo total de la banca.

La información para cada uno de los grupos bancarios que refleja el gráfico 10 muestra que es el Banco Pastor el que, como porcentaje de su activo, tiene el mayor volumen de activos adjudicados (1.836 millones de euros, 5,9% del activo), situándose en el extremo opuesto varios bancos cuyo importe de activos adjudicados es nulo. En el caso de los grandes bancos, BBVA es el que presenta la mayor ratio (1,06% del activo, 5.886 millones de euros), mientras que Santander tiene un mayor importe de activos (8.050 millones de euros) pero que representan un menor porcentaje de su balance (0,66%). El Banco Popular presenta un porcentaje relativo de adjudicados que más que triplica la media del sector (3,72% y 4.840 millones de euros).

#### 4. Resumen de resultados y conclusiones

La crisis que se inició a mediados de 2007 y que impactó en España con mayor virulencia en 2009 (año en el

que el PIB cayó un 3,7%), y cuya salida se está retrasando en relación a otros países, ha afectado tanto al negocio como a los resultados de los bancos españoles.

Tomando como referencia la información que aporta la AEB de los grupos bancarios consolidados, en este artículo se ha puesto el énfasis en el análisis del impacto de la crisis de forma desagregada por entidades ya que, como se demuestra claramente, existen importantes desigualdades entre los diferentes grupos bancarios.

La elevada concentración del negocio de la banca española en sus dos grandes grupos bancarios (que alcanza el 81% en 2010 sumando el activo del Santander y el BBVA) explica que la evolución y resultados del agregado de la banca española estén fuertemente influenciados por el comportamiento de estos dos bancos. Además, hay que tener en cuenta que las filiales de la banca española en el extranjero aportan el 32,4% del activo total y el 46,3% del resultado (datos de 2010), lo que da muestras de la importancia que la actividad y resultados de estas filiales en otros países tiene a la hora de interpretar los resultados.

Para el total de los grupos bancarios consolidados, en el periodo 2008-2010 se han ralentizado los ritmos de crecimiento de la actividad, afectando la crisis en mayor medida al crédito bancario. Así, frente a las elevadas tasas del periodo del *boom* inmobiliario, el crédito a la clientela ha moderado el crecimiento, algo lógico como consecuencia de la debilidad de la demanda y la necesidad de desalancamiento de la economía. Obviamente, si el análisis se centrara en los bancos individuales, el crecimiento del crédito sería menor al excluir la actividad de las filiales en países que han sufrido en menor medida el impacto de la crisis. De hecho, la información agregada que ofrece el Banco de España del negocio doméstico de los bancos españoles arroja una caída en 2009 del 1,6% en el stock de crédito al sector privado residente, si bien en 2010 crece un 4,9%.

Dadas las restricciones de acceso a los mercados internacionales, la banca española ha utilizado los depósitos de la clientela para obtener liquidez, creciendo a tasas superiores al crédito bancario. Ello ha permitido reducir sustancialmente las necesidades de financiación (diferencia entre créditos y depósitos), con una caída acumulada del 33% desde 2008. Así, el porcentaje de créditos que se financia con depósitos ha aumentado 13 puntos porcentuales, pasando del 67% en 2008 al 80% en 2010.

En un contexto de crisis, la banca española ha experimentado un recorte del beneficio, recorte que fue muy intenso en 2008 (caída del 12%) y que se moderó en

2009 y 2010 (con caída en torno al 3% cada año). En términos de ROA, la caída ha sido del 36%, pasando del 1,1% en 2007 al 0,71% en 2010. Y, en términos de ROE, lo fue del 51% (del 21,4 en 2007 al 10,6% en 2010). El motivo que justifica la caída de la rentabilidad es tanto el recorte en el margen de intereses como el esfuerzo que ha sido necesario realizar para sanear el balance. Así, en 2010 los grupos bancarios han dedicado el 31% del margen de explotación a sanear el activo, porcentaje que llegó al 37% en 2009.

El elevado importe de los saneamientos realizado viene explicado por el deterioro en la calidad de los activos bancarios. En el caso de los préstamos de dudoso cobro, la morosidad ha aumentado con fuerza con motivo de la crisis, pasando del 1% en 2007 al 4,4% en 2010. En el negocio nacional, el crecimiento es más acusado, hasta alcanzar en marzo de 2011 (último dato disponible en el momento de redactar estas líneas) el 6,3%. Es en la construcción y promoción inmobiliaria donde la morosidad es más elevada (12,6% y 14,2%, respectivamente, a finales de 2010), habiendo aumentado también con fuerza en el crédito al consumo (8,4%). En cambio, en el crédito para la compra de vivienda, la tasa de morosidad es mucho más reducida (2,3%).

Un aspecto a destacar en la evolución reciente de la banca española es el esfuerzo que ha realizado para incrementar su solvencia, tanto porque el mercado lo exige como para afrontar los retos futuros derivados de los nuevos acuerdos de Basilea III. En consecuencia, han incrementado la cantidad y calidad del capital, con un aumento de su core capital (como porcentaje de los activos ponderados por riesgo) del 6,11% en 2007 al 9% en 2010.

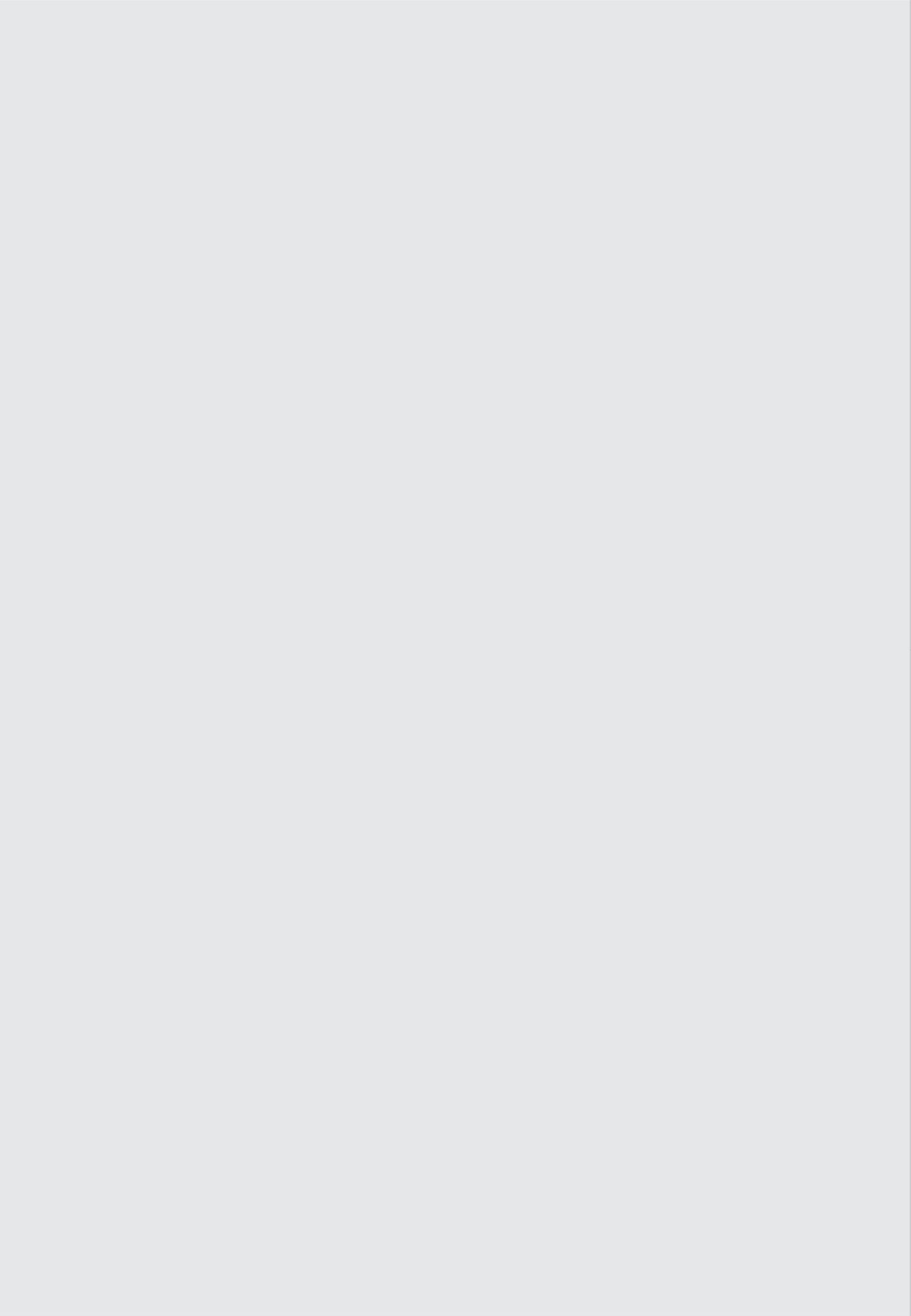
La visión agregada descrita anteriormente enmascara enormes diferencias entre entidades. Así, los principales resultados obtenidos al respecto son los siguientes:

- a) En 2010 coexistentes grupos bancarios que han incrementado el crédito por encima del 15% (Banco Sabadell, Paribas, Banco de Alcalá, entre otros) con entidades con caídas también por encima del 15% (como Banco Cooperativo Español e Inversis). En el caso de los mayores grupos bancarios, es Santander el que más ha crecido (6,1%). En el caso de los depósitos, mientras que algunos bancos los han aumentado más del 20% (Sabadell, Popular y Santander) otros los han visto reducir en gran cuantía (como Barclays, Deutsche Bank, Citibank, etc.). Y en términos de necesidades de financiación, los grandes bancos españoles presentan ratios muy similares en torno al 82%. Frente a este valor, algunos bancos presentan porcentajes por

- encima del 200% y otros, en cambio, no alcanzan el 50%.
- b) En términos de rentabilidad, la ROA de los dos mayores grupos bancarios españoles está por encima de la media del sector, con una rentabilidad del grupo Santander del 0,75% y del 0,9% en BBVA. El resto de bancos de cierto tamaño presentan menores rentabilidades (0,46% Popular, 0,39% Sabadell, 0,28% Bankinter y 0,20% Banco Pastor), y ocho de los 30 grupos bancarios presentan pérdidas. En términos de ROE, Banca March (20,8%), BBVA (13,6%) y Santander (11,8%) encabezan el *ranking* con rentabilidades por encima de la media del sector, mientras que Popular (6,9%), Sabadell (6,4%), Bankinter (5,8%) y Pastor (4,2%) se sitúan muy por debajo.
- c) La caída de la rentabilidad se debe en buena parte al deterioro del activo y las consiguientes necesidades de saneamiento en forma de provisiones. Como porcentaje del activo, el saneamiento en 2010 supera el 3% en seis grupos bancarios, muy por encima de la media del 1% del sector. Entre los mayores grupos, Pastor es el que ha realizado los mayores saneamientos (1,11% del activo), seguido de BBVA (1,03%), Popular (1,01), Sabadell (0,98%) y Santander (0,97). En 2009, el importe de los saneamientos fue superior.
- d) Los costes operativos medios de los grupos bancarios en 2010 muestran un elevado rango de variación, ya que hay bancos con costes unitarios cercanos al 10% y bancos con costes medios por debajo del 1%. Los grandes grupos bancarios españoles presentan un coste unitario del 1,33% (Santander) y del 1,48% (BBVA), situándose Pastor y Sabadell por debajo de la media del sector.
- e) En términos de eficiencia, también el agregado del sector enmascara muchas diferencias entre entidades. Así, frente a una ratio de eficiencia del 25% en la Banca March (el banco más eficiente del sector), varios bancos presentan una ratio superior al 100%, lo que implica que sus gastos de explotación superan el margen bruto. Los grandes bancos son más eficientes que la media del sector (Popular 35,2%, Santander 38,7%, BBVA 39,2%), mientras que Sabadell (44,4%), Pastor (47,4%) y Bankinter (53,8) se sitúan por encima de la ratio media de eficiencia operativa.
- f) A finales de 2010, la capitalización de la banca española (aproximada por los recursos propios como porcentaje del activo) se sitúa en el 6,4%, siendo la ratio muy parecida en los grandes grupos bancarios. Bankinter y Pastor presentan niveles de capitalización más reducidos, mientras que los bancos más pequeños son los más capitalizados.
- g) Una variable que refleja el impacto que la morosidad en el sector de la construcción y promoción inmobiliaria está teniendo en la banca española es el volumen de los activos adjudicados y adquiridos en dación de pago. La información de 2010 muestra que es el Banco Pastor el que, como porcentaje de su activo, tiene el mayor volumen de activos adjudicados (5,9% del activo). En el caso de los grandes bancos, BBVA es el que presenta la mayor ratio (1,06% del activo), situándose el Santander por debajo (0,66%). El Banco Popular presenta un porcentaje relativo de adjudicados que más que triplica la media del sector (3,72%).

## Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2011): *Informe de estabilidad Financiera*, 5/2011, mayo.
- CARBÓ, S. y MAUDOS, J. (2011): "Reflexiones en torno a la reestructuración del sector bancario español", *Cuadernos de Información Económica*, Núm. 221, pp. 81-95.



# Bonos convertibles contingentes. Aproximación histórica y teórica, estructuración y elementos decisivos para su valoración

Félix M. López Esteban\*

Es habitual e, incluso, sumamente frecuente, que, al hablar de los bonos convertibles contingentes (CoCos) pensemos en bonos que, como el ser terrorífico que se alimenta de niños en las historias de cuna que contaban nuestros padres, están rodeados de misterio. Se trata de bonos, sí, pero de bonos con un no-sé-qué adicional que los convierte en algo diferente.

En el presente documento trataremos de realizar, en primer lugar, una aproximación conceptual e histórica a este tipo de bonos. En la segunda parte, analizaremos las distintas estructuras genéricas que se pueden dar y, finalmente, consideraremos los componentes más decisivos que influyen para la valoración de este tipo de bonos.

## 1. Aproximación histórica y teórica

Hasta hace apenas dos años, la respuesta a la pregunta de definición de *CoCo* no era tan clara. Desde que en 2001 el Royal Bank of Canada llegase a un acuerdo novedoso con Swiss Re, el concepto de bono que en caso de acaecimiento de un hecho determinado se convierte en capital ordinario, no era la acepción más común del término *CoCo*.

Por el contrario, el paradigma era la citada operación del Royal Bank of Canada, esto es, un bono contingente equivalía a un seguro frente a grandes pérdidas puntuales, en virtud del cual, en caso de una caída de importe

no determinado de las reservas generales del banco, la entidad aseguradora pagaba en efectivo un montante determinado a cambio de acciones preferentes del banco.

En el caso del Royal, este importe era de 200 millones de dólares canadienses y representaba, en el momento de firma del acuerdo, el 1% de su capital. Las acciones que se obtenían a cambio eran de carácter perpetuo, carentes de derechos de voto, pagaban dividendos no acumulativos y se emitirían al valor de mercado de las acciones ordinarias del 27 de octubre de 2000. Así, una vez emitidas, lo que nunca sucedió, computarían como recursos propios básicos (la denominación española del *tier 1*). El importe de la prima de este seguro no se reveló.

Aunque los acuerdos de esta índole proporcionan un colchón en caso de pérdidas que no conlleva una dilución del valor de mercado de las acciones (ni en el momento de la emisión del bono ni en el de la conversión), éstos son válidos si sólo un reducido número de instituciones los firma y únicamente permiten obtener una cantidad limitada de capital. Frente a crisis de carácter sistémico, contratos de este tipo no funcionan dado que, en esas situaciones, la aseguradora (la contraparte), también encuentra problemas para obtener el capital necesario para suscribir las acciones, especialmente si ha firmado más contratos de este tipo.

Dicho esto, podríamos en la actualidad definir genéricamente un *CoCo* como un bono emitido por una entidad financiera que, en el caso de que su *tier 1* caiga por debajo de un determinado nivel, *Solvency Trigger Level*, se convierte en acciones ordinarias a un determinado nivel de conversión. Por ello, diríamos también que es un bono

\* Socio Director de Inversiones Atlas Capital Gestión SGIC SA.

donde el emisor compra una opción de venta al bonista que, en caso de producirse el evento mencionado, se ejercita. En este caso, el nominal del bono se transforma en capital a un determinado nivel de conversión.

Tras la crisis financiera iniciada en 2007, uno de los pilares de actuación de los supervisores es la mejora en los ratios de las entidades financieras. Por ello, en agosto de 2010 el Comité de Basilea publicó un documento consultivo denominado "*Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*", en el marco de las reformas introducidas para incrementar la fortaleza de los bancos. En su documento, el Comité propone, básicamente, que las financiaciones subordinadas y las acciones preferentes, con independencia de su cómputo como *tier 1* o *tier 2* (recursos propios complementarios), incluyan una cláusula en virtud de la cual se conviertan en acciones ordinarias (*common equity*) en el caso de que la autoridad relevante decida que dicha entidad ha dejado de ser viable o de que la entidad reciba una inyección de dinero público.

Con los *CoCos* se pretende obtener un resultado similar al que resultaría de un convenio de acreedores alcanzado en el marco de un concurso. Las diferencias fundamentales son que se trata de un convenio de alcance limitado (no obliga más que a unos pocos acreedores) y está pre-acordado (*pre-packaged recapitalisation*). La fe en estos bonos es tal, que algunas personas argumentan que de haberse llevado a cabo un rescate de este tipo (*bail-in*) con Lehman, esta entidad podría haber cerrado un viernes y abierto un lunes sin mayores problemas.

Al margen de que esto pueda parecer tremendamente optimista y de que los procedimientos concursales sean, por el momento, los únicos sistemas capaces de garantizar los derechos de los acreedores (y no siempre), cabe señalar dos inconvenientes concretos en la propuesta de Basilea. Estos son:

a) La indeterminación del tipo de conversión (el cociente de lo que recibe el bonista dividido por lo que entrega –a valores de mercado–), que puede ser 1 –donde pierden sólo los accionistas preexistentes– ó 0 –donde pierden todo los acreedores y nada los accionistas preexistentes, de suerte que estamos ante títulos que, en determinadas circunstancias, sería más propio llamar acciones subordinadas que deuda subordinada–.

b) La indeterminación del *trigger point*, ya que la decisión depende de la "autoridad relevante" y es, por lo tanto, subjetiva. Lo que significa, entre otras cosas, que no se adoptará con la misma rapidez en EE.UU. que en España. En el mejor de los casos, esta indeterminación no facilita

la valoración del bono, lo que puede menoscabar la base de inversores potenciales.

## 2. Clasificación de los bonos convertibles contingentes (*CoCos*)

Clasificaremos a los *CoCos* por la fijación de la estructura del precio de conversión, ya que supone el principal factor de valoración y riesgo de los mismos.

### 2.1. Fijación del precio de conversión en el momento de la conversión

Bajo esta aproximación, el precio de conversión no está definido al principio de la emisión y sólo será fijado cuando se produzca el evento que traiga como consecuencia la conversión. Si asumimos que dicho evento se producirá en un momento donde la cotización se sitúe en niveles mínimos históricos, muy probablemente la conversión se realizará en niveles de auténtico "*distress*". Estas valoraciones tan bajas no sólo reflejarán el miedo y la percepción negativa del mercado sino también la brutal dilución que los actuales accionistas sufrirán cuando se produzca la conversión.

Esta estructura es la más atractiva para los bonistas, ya que en el momento de la conversión estos pueden alcanzar un porcentaje elevado del capital de la entidad por efecto dilución en niveles de "*distress*". Esta modalidad de bonos choca directamente con la corriente de pensamiento de Basilea III en relación a los instrumentos de deuda subordinada, por la que las distintas estructuras de capital deben de participar en las posibles pérdidas de la entidad.

Para los accionistas de la entidad, esta modalidad es la más perjudicial llegado el momento de conversión. El perfil de rentabilidad-riesgo de bonos de estas características hará que los distintos estamentos directivos de la entidad sean muy cuidadosos para que no se produzca la conversión. Por todo ello, y gracias al distinto perfil para bonistas y accionistas, la prima con la que se debería de emitir estos bonos es mínima.

### 2.2. Fijación del precio de conversión en el momento de la emisión (precio contado)

En este apartado, incluimos aquellas emisiones donde el precio de conversión está definido en el momento de emisión de los bonos como un porcentaje del precio de contado de la acción de la entidad.

En este escenario, el perfil de rentabilidad-riesgo es radicalmente distinto al anterior. Si asumimos que la conversión se realiza en momentos difíciles para la entidad y que, por consiguiente, el precio de la acción estará normalmente en mínimos, es claro que esta estructura expone a los tenedores de los bonos a un significativo riesgo de mercado, mayor cuanto menor descuento sobre el precio de contado se haya establecido para el precio de conversión en el momento de la emisión.

Como hemos indicado con anterioridad, esta estructura es la más negativa para los bonistas, que aceptan un riesgo similar a los tenedores de acciones pero ejercen una influencia limitada en la estrategia corporativa, tanto antes como después de la conversión, ya que el porcentaje de capital emitido normalmente no supondrá un cambio drástico en la estructura accionarial de la entidad, al haberse emitido a precios bastante superiores al del momento de la conversión.

Dadas las características de esta estructura, estamos hablando de un bono con una opción prácticamente “*at the money*” lo que, dadas las habitualmente elevadas volatilidades implícitas de las entidades financieras y la larga duración de este tipo de emisiones, unos diez años, hará que el precio a pagar sea, para la gran mayoría de entidades financieras, prohibitivo.

### 2.3. Fijación variable del precio de conversión en función de distintos niveles de ejecución (*trigger variable levels*)

Asumiendo que las dos estructuras previas se sitúan en niveles extremos para las partes interesadas de los CoCos (bonistas y accionistas), lo que impedirá la emisión de estas estructuras, la fijación variable del precio de conversión supone un punto intermedio que divide los riesgos entre accionistas y bonistas, principal deseo, como hemos visto, de la nueva normativa reguladora implantada a nivel global y, en especial, en la regulación suiza.

Esta estructuración asume que existe una relación directa entre el nivel de solvencia de las entidades financieras y la cotización en cada momento de dicha entidad.

Hasta la fecha, las emisiones de CoCos que pueden servir de referente son tres:

1. La emisión de *Enhanced Capital Notes* (ECN) por importe de 9.000 millones de libras esterlinas en diciembre de 2009 que realizó Lloyds Banking Group. Lloyds canjeó, con el fin de completar su recapitalización y facilitar la salida del Gobierno británico del accionariado (cuya

entrada se produjo como consecuencia del *Government Asset Protection Scheme*), bonos convertibles en acciones por acciones preferentes y deuda subordinada perpetua. Éstas computaban como *tier 1* o *upper tier 2*.

Las ECN tienen un plazo de diez años y pagan intereses fijos no diferibles, por lo que computan como *Lower tier 2*, de forma similar a la deuda subordinada. No obstante, incluyen una cláusula en virtud de la cual, si el *core tier 1 ratio* (concepto distinto del más reciente *Common Equity tier 1*) cae por debajo del 5%, se produce su conversión en un número fijo de acciones ordinarias. Se trata, por lo tanto, de un “bono híbrido” cuya conversión en acciones ordinarias equivale, para las agencias de calificación (*rating*) a un incumplimiento.

2. Las *Senior Contingent Notes* (SCN) de Rabobank, diferentes de cualquiera de las modalidades citadas debido a que no se convierten en acciones si el *trigger point* se alcanza. En su lugar, se produce la quita de un 25% de su valor nominal y, a continuación, se reembolsa o amortiza el 75% restante. Esto supone la cancelación de un pasivo contra ingresos que, una vez descontado el efecto fiscal, engrosa los resultados y, por ende, el *tier 1*.

Conviene recordar que Rabobank es una institución calificada AAA y que, de acuerdo con lo dicho por uno de los cuatro bancos que trabajaron en el acuerdo, para alcanzar el punto de conversión en capital, los recursos propios de Rabobank tendrían que caer por debajo del 7% (unos 12.900 millones de euros desde 29.300 millones de euros). A pesar de lo remoto de esta posibilidad y de tratarse de uno de los bancos más solventes del mundo, a Rabobank el acuerdo no le resultó barato, teniendo que pagar un cupón anual del 6,875%. ¿Qué hubiera pasado si la entidad emisora no tuviese una calificación crediticia de AAA? Con seguridad sólo los bancos mejor valorados podrán emitir CoCos.

3. Por último, a mediados de febrero de 2011, Credit Suisse ha emitido 6.000 millones de francos suizos con el fin de resolver el 50% de los nuevos requerimientos de solvencia impuestos por la Actividad Suiza de Supervisión de los mercados de valores (FINMA). Los inversores (un grupo de Qatar y otro de Arabia Saudí) ya permitieron al banco suizo obtener 10.000 millones de francos suizos en octubre de 2008, cuando la crisis internacional arreciaba.

Es muy probable que los inversores en este tipo de productos sean los mismos que actualmente invierten en acciones preferentes o deuda subordinada (inversores mayoristas o, puntualmente, minoristas con pocos conocimientos de los riesgos asumidos). Queda por ver si con esa base de inversores, llegado el momento, la conversión se producirá.

Las agencias de calificación revisaron el funcionamiento de los híbridos durante la crisis y observaron que no siempre —más bien pocas veces— los bancos con pérdidas habían diferido el pago del cupón. En consecuencia, concluyeron que no habían funcionado según lo previsto y que los híbridos no tenían suficiente capacidad de absorción de pérdidas. Pero, si las pérdidas que absorbían estos títulos se limitaban al cupón de un año, ¿serán capaces los inversores que inviertan en *CoCos* de tolerar la pérdida de los cupones y de parte del principal de su inversión?

### 3. Valoración de los *CoCos*. Factores de sensibilidad del precio

Cualquier modelo básico de valoración de un determinado activo financiero debe ser presentado de tal manera que sea aplicable a las emisiones presentes en el mercado, con las distintas características que puedan poseer cada una de ellas, y que sea posible su utilización por todos y cada unos de los miembros del mercado. Además, deberá de cumplir los siguientes criterios:

1. Ser transparente en sus supuestos.
2. Usar datos objetivos con instrumentos cotizados.
3. Que los supuestos y datos utilizados puedan ser probados y evaluados para realizar análisis de sensibilidad.

No es objeto de este documento la modelización detallada de la valoración, sino poner sobre la mesa un proceso en base a datos objetivos presentes y disponibles por los miembros del mercado.

Si tenemos en cuenta la definición presentada de *CoCo* (bono emitido por una entidad financiera que, en el caso de que su *tier 1* caiga por debajo de un determinado nivel, *Solvency Trigger Level*, el bono se convierte en acciones ordinarias a un determinado nivel de conversión), podríamos inicialmente dividir el diferencial (*spread*) ó precio en los dos componentes básicos.

1. La parte que se convertirá en capital (*equity*), entendida como la proporción entre el precio de la acción y el precio de conversión definido en la materialización del evento.
2. La posible pérdida que sufrirá el bonista, entendida como la diferencia entre el precio de conversión y el precio de cotización en el momento de conversión.

Para la obtención del *spread* de cada una de estas partes, el modelo seguirá los siguientes pasos:

**1. Calcular las probabilidades de impago o default:** Usando los *spread* de los CDS negociados en los mercados para estas entidades podemos sacar u obtener la probabilidad implícita de impago (*default*).

**2. Calcular la distribución del precio de la acción:** En este caso combinamos la probabilidad implícita de impago con un modelo de opciones. Asumimos una distribución log-normal donde la volatilidad implícita de las opciones nos dictará la forma de la distribución.

**3. Calcular el precio de una opción digital de esa acción en el caso de producirse el evento:** usando la distribución calculada con anterioridad estimaremos el coste de la opción que pague cuando el precio de la acción toque un determinado nivel, que sería equivalente a que se produjera el evento de conversión (o "*conversión trigger*").

**4. Convertir el anterior precio de la opción en un contrato de duración determinada.** Para ello, igualmente tendremos en cuenta de nuevo los CDS de la entidad para la fijación definitiva de los *spread* aplicables, tanto en el momento de emisión como en cualquier momento de vida del bono.

Aunque no menos importante, tenemos que tener en cuenta dos factores claves que determinaran el *spread* final:

1. La tasa libre de riesgo.
2. La prima de iliquidez, que dependerá de la liquidez de las emisiones de la entidad y de los CDS de la misma.

Por último, y derivado del punto anterior, sería interesante analizar qué factores influyen de manera importante en la fijación de los precios de los diferenciales de los *CoCos*:

**1. Los *spread* de los CDS senior son el factor más importante en la fijación de los diferenciales de los *CoCos*.** A mayor CDS, mayor *spread* del *CoCo*. Esto tiene todo el sentido del mundo, ya que mayores niveles de CDS sugieren mayor probabilidad de quiebra o *default*, lo que lleva a mayor volatilidad en la acción y posibilidad de que se produzca la contingencia de conversión.

**2. Cuanto más bajo sea el *Solvency Trigger Level*, más bajo será el *spread*,** ya que la conversión es menos probable. También es importante destacar que, una vez producida la conversión, ésta es mayor cuando más bajo sea el nivel de activación de la contingencia.

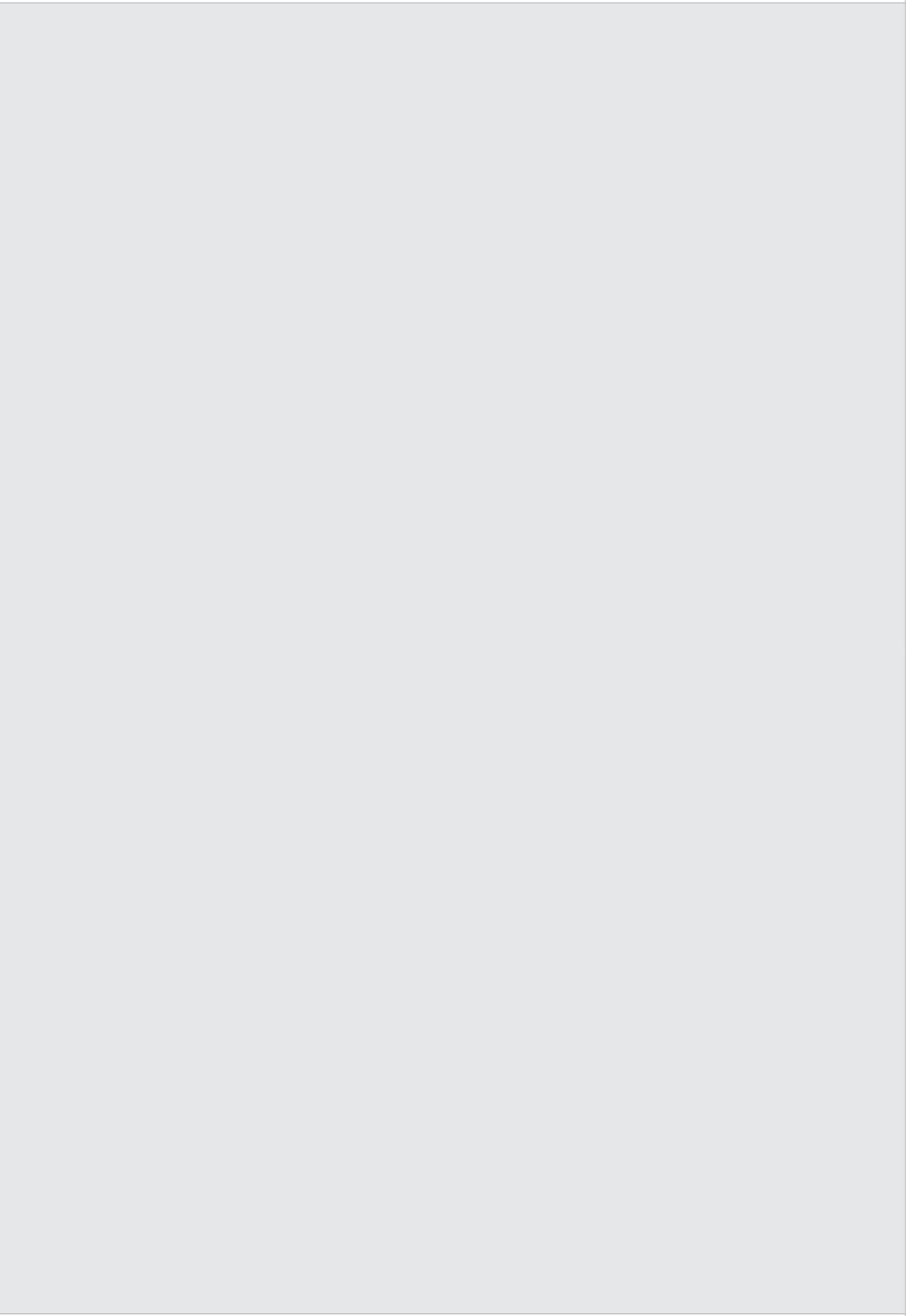
**3. Precios más altos de las acciones resultan normalmente en menores *spread* de los *CoCos*.** Como hemos

visto, a medida que el precio de las acciones sube la probabilidad que se produzca la contingencia de conversión decrece, ya que la acción reflejará mejores expectativas para la entidad y, consecuentemente, menores probabilidades de ejecución del evento de conversión. En relación con el apartado 1, podemos decir que mayores CDS reflejan menores precios en las acciones y viceversa.

**4.** Mayores precios de conversión llevan a mayores pérdidas en caso de contingencia y consiguientemente mayores *spreads*. Si el precio de conversión es igual al precio de cotización en el momento de la contingencia, la pérdida es mínima en términos de nominal, asumiendo que cuando se produce la contingencia la cotización de la acción se encuentra en valores mínimos por las malas expectativas de la entidad.

Como conclusión, podemos afirmar que nos encontramos ante una modalidad de bonos con una cierta complejidad en su definición, estructuración y valoración que hace que, hasta la fecha, el volumen total emitido sea mínimo en comparación con el resto de emisiones de deuda *senior* y subordinada. Es por ello, por lo que la base principal de inversores en este tipo de activo sean cualificados (fondos soberanos, inversores institucionales...), que en muchos casos son ya accionistas de referencia de las entidades financieras.

Esta tendencia es probable que cambie, como hemos visto, por la nueva corriente de pensamiento en los grandes organismos de supervisión bancaria en relación a las estructuras de capital de las entidades financieras.



# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1) Las agencias de *rating* acentúan la crisis europea

Con el último rebrote de la crisis de la deuda en la zona del euro, las agencias de calificación crediticia estadounidenses volvieron a apostar por crear un clima de incertidumbre en el Viejo Continente, que es el escenario en el que han actuado una gran cantidad de especuladores financieros, como *hedge funds*, durante los últimos dos años atraídos por el temor que desata el fracaso del proyecto europeo.

Así, Moody's rebajó de nuevo el *rating* de Grecia hasta una nota equivalente a la que ostenta Cuba, mientras que Standard & Poor's (S&P) cree que el elevado endeudamiento de las empresas españolas podría mantener restringido el gasto de capital del sector privado, elemento que considera fundamental para la recuperación de la economía del país. La agencia de calificación Moody's, controlada por el magnate Warren Buffet, ha rebajado el *rating* de Grecia desde B1 hasta Caa1 y demuestra así tener una *confianza* en Atenas parecida a la que deposita en La Habana. Es decir, muy poca. Tras conocer la noticia, los especuladores sabían que podían seguir operando en un clima de pánico, a pesar de los intentos de Bruselas por aprobar una segunda ronda de ayudas para Atenas, valoradas en 30.000 millones de euros.

Junto a esta rebaja, los analistas de Moody's aseguraron que el riesgo de quiebra del país heleno aumentaba hasta el 50 por 100 a medio plazo, a pesar de haber recibido hace un año 110.000 millones de euros en ayudas de parte de Bruselas y el Fondo Monetario Interna-

cional (FMI). El rescate adicional que se estudiaba para Grecia servirá para mantenerla alejada de los mercados financieros más tiempo todavía, pues lejos de aumentar la confianza de los inversores, los bonos a 10 años del país cotizaban por encima del 16 por 100 de rentabilidad, frente al 3 por 100 de Alemania y al 5,3 por 100 de España.

Los expertos han comentado que con una calificación tan baja, muchos fondos de inversión no querrán invertir en deuda soberana helena aunque quisieran, pues sus propias reglas se lo impiden, al ser considerados activos tóxicos o muy arriesgados. Así pues, los *hedge funds* ahora vuelven a tener la ocasión de adquirir a un bajo coste la deuda griega de la que se quieren desprender otros inversores más convencionales.

Las autoridades griegas no recibieron de buena gana esta mala noticia. Atenas acusó a Moody's de ignorar las reformas fiscales llevadas a cabo por el Gobierno que preside George Papandreu, así como de no confiar en que el plan de privatizaciones anunciado por el Ejecutivo vaya a dar resultado.

A esta noticia se sumó la advertencia de S&P a España. La agencia calificadora criticó, en concreto, el excesivo apalancamiento de las empresas del país. Según sus cálculos, la deuda de las compañías que no forman parte del sector financiero representaba el 142 por 100 del Producto Interior Bruto (PIB) en la segunda mitad de 2010. "Consecuentemente, esperamos sólo una modesta recuperación en el gasto de capital", añadía S&P en un informe. Este ataque al sector empresarial español, en el que no se especifican ni comparan cifras individuales de las empresas, se producía en un momento en que

la prima de riesgo de España se había estabilizado en el entorno de los 230 puntos, tras haber llegado a superar los 300 a lo largo del año.

## 2) Los bancos foráneos y la legislación que limita los "superdepósitos" en España

La banca extranjera con sucursales abiertas en España que no está sometida a la supervisión del Banco de España (BdE), no ha desaprovechado ni un minuto para sacar ventaja de la limitación aprobada el 3 de junio por el Consejo de Ministros para los depósitos de alta remuneración, los "superdepósitos", de bancos y cajas españoles. Este cerco a la guerra del pasivo que ha impuesto el Ministerio de Economía se concretará en exigir una mayor aportación al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), pero entidades como Banco Espírito Santo (BES) e ING Direct la realizan en sus propios países de origen.

La misma semana de la aprobación del decreto, BES lanzó una nueva edición del "Depósito Cristiano Ronaldo", que ofrece un interés del 4,80 por 100 TAE a un plazo de 24 meses, cuando la última edición de este producto rentaba al 4,40 por 100.

La oferta está dirigida a dinero procedente de otras entidades. Por su parte, ING lanzó un depósito al 4 por 100 a un plazo de cuatro meses. Sin embargo, el producto estrella de la entidad holandesa es la "Cuenta Naranja", que remunera un 3,50 por 100 TAE durante los cuatro primeros meses, y un 1,50 por 100 a partir de entonces.

El decreto, que entra en vigor en julio, determina que los depósitos a plazo fijo de seis o más meses que paguen un tipo anual superior al Euríbor a seis meses más 150 puntos básicos deberán doblar su aportación al FGD. El Euríbor a seis meses se situaba en el 1,71 por 100 el día que el Consejo de Ministros aprobó la medida, por lo que el umbral a partir del cual las entidades financieras tendrán que sufrir la penalización se encontraba en ese momento en los depósitos con rentabilidades del 3,2 por 100, aproximadamente. En las imposiciones hasta tres meses, la referencia será del Euríbor a ese mismo plazo.

En las cuentas remuneradas, el límite se reduce hasta el Euríbor a un mes más 100 puntos básicos. El 3 de junio, el Euríbor mensual se encontraba en el 1,28 por 100, por lo que las entidades españolas no podrán retribuir a sus clientes más allá del 2,28 por 100 si no quieren tener que hacer aportaciones extra al FGD. Una de las entidades más perjudicada será en este caso es Banesto, que hasta el momento

ha sido la principal competidora en España en el terreno de las cuentas remuneradas a través de la "Cuenta Azul".

Las quejas de competencia desleal que diversas voces del sector financiero se han alzado sobre ING no son nuevas, ya que en el principio de la crisis la entidad mantuvo su agresiva estrategia pese al rescate del Gobierno holandés.

## 3) Acciona recoge el testigo de Gamesa en el liderazgo bursátil de las renovables

La apuesta creciente del grupo Acciona por su división de energías limpias cuenta con la aprobación de los analistas que además ven potencial alcista al valor en bolsa. Después del "rally" protagonizado por Gamesa gracias a su apuesta por India, esta compañía cedía recientemente su puesto a la compañía presidida por José Manuel Entrecanales en a la cabeza de las quinielas de los expertos.

Distintos analistas consideran que los precios al alza en la energía beneficiarán a Acciona en su creciente apuesta por este sector. Además, en las infraestructuras, su negocio principal, se observan mejoras en cuanto a márgenes de negocio en el extranjero. Su desinversión en cinco áreas de concesiones como activos inmobiliarios y aparcamientos va a suponer para el grupo la desaparición de una deuda asociada de unos 600 millones de euros. Circunstancias, todas ellas, que deberían repercutir positivamente en el grupo de Entrecanales y que aún no están recogidas en la cotización, según los expertos.

Junto a Acciona, el interés de la comunidad financiera también se dirige hacia otra compañía del sector de las energías renovables: Abengoa, cuya reciente venta del 40 por 100 de su filial Telvent le puede dar nuevos bríos alcistas en bolsa. Además, la compañía eólica repartirá un dividendo bruto de 0,20 euros por acción, lo que supondrá un catalizador más para la compañía aunque este pago ya se había anunciado previamente. Estas dos compañías habían sustituido a principios de junio a Gamesa en las apuestas de los analistas, que se volcaron con ella cuando se conoció su nuevo contrato con una grupo energético de la India. Los bolsistas esperan que su cotización se pueda resentir debido al comportamiento más débil de la demanda estadounidense y de la presión en los márgenes de negocio derivada de la competencia creciente en el sector.

En el sector de las infraestructuras, OHL también despierta atractivo. Los analistas señalan que a pesar de pun-

tuales correcciones bajistas en su cotización, mantiene una elevada visibilidad y una interesante valoración que se combinan con una creciente independencia del mercado español gracias a su crecimiento internacional. Esta compañía cotizada mejoró en los cinco primeros meses del año un 11 por 100 su precio de mercado.

En cuanto al sector bancario, el mercado lanzaba en los primeros compases de junio apuestas desiguales. Un segmento de los expertos preveía una recuperación bursátil de las dos grandes entidades, BBVA y Banco Santander, al calor de un desenlace favorable en el caso griego que favorecería al conjunto de la bolsa española, por lo que esperaban que fueran precisamente estos dos grandes los que mejor aprovechen un posible rebote al alza del Ibex 35.

Otros valores con buenas perspectivas son las cadenas de televisión. Tanto Antena 3 como Telecinco han sido castigadas en exceso por los inversores, a pesar de las caídas en los ingresos del mercado publicitario, apuntan los expertos. Por esta razón, deberían mostrar un comportamiento mejor que el del Ibex para romper la tendencia negativa de los últimos meses. Antena 3 cedió un 17,5 por 100 en los cinco primeros meses del año mientras que Telecinco perdió un 21,8 por 100, frente a un avance del Ibex 35 de más del 4 por 100.

Una compañía sobre la que los analistas bursátiles no parecen ponerse de acuerdo en el corto plazo es Inditex. Mientras que unos ven buenas perspectivas de crecimiento por la presencia de la multinacional textil en economías emergentes, así como por su estructura de costes que es más competitiva que sus comparables, otros consideraban que su cotización prácticamente había agotado su recorrido alcista, cuyo techo se estimaba en el momento de elaborar este artículo en torno a 62 euros.

#### 4) Las tribulaciones de Google

Malas noticias en cascada para el gigante de Internet. Google, que aseguró recientemente haber recibido un ataque informático procedente de China, ve amenazado su liderazgo en el negocio de los "smartphones". Microsoft, con su sistema operativo Windows Phone, le arrebatará la corona en cuatro años, según la prestigiosa consultora Pyramid.

Lejos de tirar la toalla, Microsoft prepara una ofensiva para recuperar el terreno en el negocio de los "smartphones", cuyos líderes indiscutibles son, por el momento, Google y Apple. Pero el escenario actual podría dar un gran vuelco en menos de dos años. Ya hay analistas que creen que en 2013 el sistema operativo de la compañía

de Steve Ballmer, Windows Phone, superará a Android, iPhone y BlackBerry.

Así lo pone de manifiesto Pyramid en su informe, en el que se estima un crecimiento notorio de la cuota de mercado de Windows Phone a partir de 2012. La causa: su alianza con Nokia, que cambiará a finales de este año su sistema operativo Symbian por el de Microsoft, lo que otorgaría a la compañía estadounidense un despegue casi instantáneo. Según la prestigiosa consultora, la batalla comenzará en 2013 entre Android (Google) y Windows Phone (Microsoft). Ambos rivalizarán con una cuota de mercado para cada uno que rondará el 30 por 100. En 2015, el gigante de Redmond se coronará como el líder de un mercado que, desde sus inicios, no ha dejado de crecer exponencialmente, a pesar de la dura crisis económica.

No sería la primera vez que ocurriría algo así en este joven negocio. En menos de dos años, el sistema operativo de móviles de Google irrumpió en el mercado y ya ha superado a iOS (iPhone) y a BlackBerry, dos sistemas que comenzarán a desgastarse el año que viene, según las previsiones de Pyramid.

Microsoft presentó la nueva versión de Windows Phone, que ha recibido muy buenas críticas. Integrará Twitter, LinkedIn y Skype. Además, incluirá reconocimiento de voz para enviar mensajes o chatear sin utilizar el teclado, y múltiples cuentas de correo electrónico asociadas en una única bandeja de entrada. Además, los expertos recuerdan que la reciente adquisición de Skype también impulsará el Windows Phone.

Y por si Google no tuviera bastante con esa pujanza de Microsoft, el célebre buscador de Internet ha vuelto a situarse en el centro de un conflicto entre EEUU y China. La compañía estadounidense denunció que su servicio de correo Gmail fue objeto de un intento de espionaje proveniente del gigante asiático. La secretaria de Estado, Hillary Clinton, llegó a calificar estas acusaciones de "muy serias". Al parecer, algunas de las víctimas de esa operación de espionaje fueron oficiales del Gobierno estadounidense, soldados y activistas chinos a favor de los derechos humanos.

#### 5) Lazard hace negocio con el boom de salidas a la bolsa española

El banco de inversiones Lazard, que se hizo célebre en España por fichar a Rodrigo Rato como asesor, tras la salida del ex ministro de Economía del Fondo Monetario Internacional (FMI), podría ser la entidad más beneficiada por el auge de salidas a bolsa en España. Lazard, podría convertirse, según aseguraba el diario estadounidense *The Wall*

*Street Journal*, en el asesor financiero de la mayor oferta pública de venta (OPV) de la historia de España y una de las más importantes de Europa en la última década: la de la Organización Nacional de Loterías y Apuestas del Estado (ONLAE), que espera debutar en el parqué en noviembre.

Según explicó en una entrevista al diario estadounidense el presidente de ONLAE, Aurelio Martínez, aseguró que el Ejecutivo espera recaudar entre 6.500 y 7.500 millones de euros con la colocación de un 30 por 100 de Loterías en el mercado. Se convertiría de este modo en la mayor colocación de la bolsa española. Hasta ahora el primer lugar en el "ranking" lo ocupaba Iberdrola Renovables, que debutó en el mercado en 2007 y colocó títulos por valor 4.500 millones de euros. Bankia se quedará muy cerca. El banco surgió tras la fusión de Caja Madrid y Bancaja, precisamente también asesorado por Lazard, buscará en los mercados entre 3.000 y 4.000 millones de euros, una cantidad que supone el 25 por 100 de la valoración del nuevo banco, que asciende a 12.000 millones. Rodrigo Rato, presidente de Bankia, y Jaime Castellanos, primer ejecutivo de Lazard en España, son viejos conocidos. El que fue director del FMI trabajó en la entidad con sede en las Bermudas hasta diciembre de 2009.

A lo largo de este año, la bolsa española acogerá el mayor volumen en OPV de la historia. Las cifras que se barajan en este momento sitúan el volumen efectivo total de los debuts en torno de los 39.000 millones de euros, lo que supone casi triplicar el anterior récord fijado en 2000 con poco más de 14.000 millones.

## 6) Bruselas quiere que las operadoras de telecomunicaciones colaboren contra la piratería

La Comisión Europea ha aprobado una nueva estrategia para reforzar la protección de los derechos de autor

en Internet en la que prevé obligar a los operadores de telecomunicaciones a que colaboren en el combate contra las descargas ilegales. "Vamos a dirigirnos a los proveedores de acceso de forma prioritaria para cooperar. Vamos a animarles a cooperar para cerrar determinados sitios que favorecen la piratería", ha dicho el comisario de Mercado Interior, Michel Barnier. Barnier ha explicado que se inspirará "en todo lo que se hace de forma eficaz y pragmática" en los estados miembros para combatir las descargas ilegales, y ha citado en concreto los modelos de Holanda y España.

"Voy a trabajar sobre el modelo de lo que se hace en Holanda y estoy mirando también lo que pasa en España con los proveedores de acceso", ha indicado el comisario de Mercado Interior, que ha dejado claro que su intención no es criminalizar a los usuarios. Tal como avanzó Barnier a la prensa, las autoridades europeas ya tomaron como referencia la *Ley Sinde* en los trabajos preparatorios de la nueva estrategia comunitaria.

En concreto, Bruselas propondrá reforzar la legislación de la Unión Europea para combatir de forma más eficaz las infracciones de los derechos de autor en la Red. "Cualquier modificación debe tener como objetivo afrontar las infracciones en su origen y, para lograrlo, impulsar la cooperación con los intermediarios, como los proveedores de servicios de Internet", ha resaltado la Comisión. Bruselas pretende así armonizar la legislación comunitaria en torno a un tema que levanta ampollas y que tiene distintas interpretaciones según el Estado miembro. Por su parte, IBAU, la plataforma que agrupa a las entidades de gestión de derechos AISGE, DAMA y EGEDA, elogia la decisión europea, porque considera que refuerza la vigencia del canon digital. IBAU también ha hecho pública su confianza en que las autoridades europeas dejen de poner en duda el derecho de los titulares a recibir una compensación justa por sus obras, y ha pedido a empresas como Nokia o Sony Ericsson que mantengan en España las mismas posturas que defienden en otros países.

# 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 mayo de 2011

A. Dinero y tipos de interés							
Indicador	A partir de datos de	Media 1993-200	2007	2008	2011 marzo	2011 abril	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (%var.)	BCE	5,6	11,6	7,5	2,3	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	5,2	4,3	3,3	1,2	1,4(a)	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	4,8	3,5	2,0	2,1(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	5,3	5,4	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	4,8	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

(a) Dato a 31 de mayo de 2011

**Comentario "Dinero y tipos de interés":** Durante el último mes el Euribor a tres y doce meses han continuado incrementándose hasta alcanzar el 1,4% y el 2,1%, respectivamente. Aunque el Banco Central Europeo ha moderado en alguna medida su previsión de endurecimiento de las condiciones monetarias, la expectativa sigue siendo que habrá nuevas elevaciones de tipos durante 2011, en tanto en cuanto persisten las tensiones inflacionistas. Por otro lado, la incertidumbre generada en torno a la situación de la deuda soberana griega, entre otros factores, han elevado la rentabilidad del bono español a 10 años hasta el 5,4%.

B. Mercados Financieros							
Indicador	A partir de datos de	Media 1993-200	2007	2008	2011 febrero	2011 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,4	15,4	18,0	71,9	85,7	(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	109,1	113,2	(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 1993-200	2007	2008	2011 febrero	2011 marzo	Definición y cálculo
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,27	0,23	0,04	5,2	1,6	(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	1,3	1,7	(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	1,1	0,9	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	658,9	665,55	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	1,3	-1,0	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	-32,7	23,0	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Receptoras 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	1.111,3	1.079,0	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	7004,8	15182,3	9195,8	10.850,8	10.576,5	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	10,3	10,4	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	-2,9	31,0	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF	2,0	-1,8	-6,5	2,9	-2,4	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	1,7	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	-12,0	12,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	6,5	91,2	60,0	-12,5	37,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

**Comentario "Mercados financieros":** Durante el último mes se incrementa la contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro y obligaciones del Estado, mientras que se reducen las realizadas a plazo con estos instrumentos. Por su parte, el índice de rendimiento de la deuda pública aumenta ligeramente, en consonancia con la prima de riesgo. Asimismo, se observa un crecimiento de las operaciones realizadas con futuro.

\* 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 1993-200	2007	2008	2011 febrero	2011 marzo	Definición y cálculo
22. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	1,0	1,7	0,5	-0,5	0,4	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	0,4	0,5	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	1,4	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	-0,5	3,1	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	-12,7	-0,6	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	1,6	-0,9	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	-2,1	21,0	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	0,8	0,8	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 marzo de 2011, muestra un incremento generalizado de la actividad de intermediación financiera con un aumento del crédito del 0,4% y de la captación de depósitos del 0,5%. Aunque se registra un crecimiento del crédito, todavía es pronto para considerar que el flujo de crédito fluya con normalidad. Por otro lado, se observa una reducción de la morosidad del 0,9% con respecto del mes precedente tras seis meses de continuas subidas. La presentación de resultados del primer trimestre hace esperar que la tasa de morosidad siga en ascenso durante, al menos, los dos próximos trimestres del año.

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado*							
Indicador	A partir de datos de	Media 1993-200	2007	2008	2011 febrero	2011 marzo	Definición y cálculo
30. Número de entidades de depósito (% var. anual)	BE	-1,30	2,94	2,1	-	-	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	47,29	47,61	Créditos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito.

(\*) 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.

\* 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 1993-200	2007	2008	2011 febrero	2011 marzo	Definición y cálculo
32. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cajas de ahorros	BE	42,66	49,23	49,46	47,22	46,94	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	5,49	5,45	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	42,16	42,33	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	50,95	50,79	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	6,89	6,88	Depósitos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
<b>Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado"</b> En el mes de marzo, 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.							

\* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (<http://www.funcas.es>) otros indicadores financieros.

## Un avance de valoración de la aplicación del Sistema de Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD)

Julia Montserrat Codorniu\*

Gregorio Rodríguez Cabrero\*\*

### 1. La Ley de Autonomía Personal y Atención a las Personas en Situación de Dependencia (LAPAD): respuesta institucional al riesgo de dependencia

Existe unanimidad en reconocer que la puesta en marcha de la LAPAD constituye un hito histórico en el desarrollo del Estado de Bienestar en España y un avance para el bienestar de las personas afectadas con distintas situaciones de dependencia y sus familias y, en general, para la sociedad civil española.

Si consideramos que la LAPAD se empezó a aplicar de manera efectiva en el otoño de 2007, el desarrollo de la misma cuenta con una vida de tres años y medio aproximadamente lo que es, al mismo tiempo, insuficiente para hacer un juicio riguroso sobre su implantación, pero también suficiente para poner de manifiesto su valor añadido, sus principales problemas y trazar tentativamente las vías de su fortalecimiento y perfeccionamiento. Son muchas las personas afectadas y variados e importantes los actores sociales e institucionales. El hecho de que a 1 de abril de 2011 el volumen de beneficiarios de la ley alcance a una cifra de 720.769 personas con una media de 1,2 prestaciones da una idea del ingente esfuerzo realizado por la Administración Central y las administraciones territoriales.

Como en otros modelos de Estado de Bienestar continental (Alemania, Austria o Francia), el sistema español

de cuidados de larga duración es un sistema complejo que supone varios entrecruces de objetivos, actores e instituciones.

Por una parte, es un entrecruce de objetivos ya que el Sistema de Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD) no sustituye los cuidados informales, mas bien viene a apoyarlos y, en cierto modo, a reforzarlos. Se trata de una socialización muy determinada de los cuidados de larga duración (CLD), en la que la familia no desaparece, simplemente reconstruye su rol tradicional para hacerlo compatible con la incorporación de la mujer cuidadora al mercado de trabajo y los nuevos roles familiares. Los nuevos sistemas se justifican también por su contribución a la generación de empleo y su retorno a la economía de la inversión social realizada; es también una vía indirecta de reducción del gasto sanitario y, en concreto, del de tipo hospitalario. Y también una nueva forma de hacer responsable al usuario de una parte del coste de los cuidados mediante el copago. En este sentido, el SAAD español, como otros modelos europeos de CLD, es un avance de la protección social, ya que supone la construcción del derecho subjetivo a la atención a la dependencia que, hasta 2007, era asistencial, para personas sin recursos, si bien sometido a las tensiones ideológicas y financieras que afectan en la actualidad al Estado de Bienestar.

También es un entrecruce de actores, de complejidad similar e incluso superior a la del sistema sanitario, ya que en el nuevo sistema intervienen actores informales y formales, un amplio elenco de profesiones en la valoración, atención y gestión que recorren los ámbitos de los servicios sociales, sanidad y Seguridad Social. También es un sector en el que el diálogo social y las asociaciones de

\* Universitat de Girona.

\*\* Universidad de Alcalá.

proveedores mercantiles y de la economía social juegan un papel importante. Todo ello reconocido en la nueva ley mediante el reconocimiento de la participación institucional en consejos consultivos.

Finalmente, el sistema español es la confluencia de competencias de la AGE, para garantizar la igualdad en el territorio del Estado, la exclusiva en servicios de las comunidades autónomas (CCAA) y las de las corporaciones locales (CCLL) en materia de servicios sociales. Es un sistema ampliamente descentralizado que requiere de una amplia y fuerte cooperación y coordinación entre los distintos niveles de gobierno, así como nuevas formas de reparto del coste de su financiación. A través del Consejo Territorial de la Dependencia se gobierna el nuevo sistema y, en el mismo, los actores que deciden son la Administración General del Estado (AGE) y las CCAA, participando las CCLL con voz pero sin voto. El hecho de que el SAAD haya sido incardinado en los sistemas o ramas tradicionales de los servicios sociales de las CCAA ha supuesto una garantía a la vez que no escasas inercias y condicionamientos institucionales en el despliegue operativo del sistema.

En suma, la LAPDA pone en marcha un sistema complejo de cuidados de larga duración que afecta al sistema de acceso y elección de prestaciones, supone la articulación de variados intereses por parte de los actores sociales y económicos, y requiere de una gobernanza cooperativa para lograr la máxima efectividad.

Cómo está teniendo lugar el desarrollo de dichos objetivos, la articulación de intereses y el gobierno del sistema, así cómo se está financiando y cuál es la efectividad del SAAD es lo que a continuación analizamos de forma sintética y aproximativa.

## 2. Una valoración general de la aplicación del SAAD

En la actualidad, el Consejo Territorial de la Dependencia está realizando la evaluación del SAAD y seguramente, a finales de este año, contaremos con un detalle de sus resultados y recomendaciones de mejora en los distintos pilares que constituyen el sistema: acceso, prestaciones, gobernanza, financiación e información y calidad. En este texto hacemos un apunte general de su valoración de impacto y, por su importancia, desarrollamos en el epígrafe siguiente un apartado específico sobre su sostenibilidad financiera.

En la actualidad disponemos de algunas evaluaciones, si bien sus objetivos y resultados son variados entre

sí<sup>1</sup>. Aquí destacaremos algunos de los avances y dificultades en el proceso de implantación del SAAD.

La valoración de la **cobertura** del nuevo sistema de protección social es claramente positiva ya que, en los escasos cuatro años de efectiva aplicación de la ley, el volumen de personas beneficiarias alcanza en abril de 2011 la cifra de 720.769 con una ratio de 1,2 prestaciones por persona, ya que algunas de las prestaciones son compatibles y las CCAA han aplicado variadas combinaciones de compatibilidad, sobre todo entre los servicios de tipo comunitario, y entre estos y las prestaciones de cuidados familiares. En todo caso, al día de hoy el volumen de personas con derecho a prestación supera ya el millón (1.071.603), siendo la diferencia entre este volumen y el que de manera efectiva está percibiendo las prestaciones, el conjunto de personas pendientes de asignar la prestación mediante el programa individual de atención o PIA.

La pirámide de población tiene una composición muy determinada y, en cierto modo, muy semejante a la de otros programas europeos: el 67 por ciento son mujeres y más de la mitad tienen 80 y más años (56 por ciento). Desde el punto de vista de la gravedad, el grado III, el de mayor gravedad, concentra más del cuarenta por ciento de todos los beneficiarios. Habrá que esperar al año 2014, con la implantación definitiva del sistema, para conocer cual es la estructura final de dicha pirámide.

Por otra parte, la cobertura de beneficiarios en relación a la población total de cada CCAA es muy desigual. Con una cobertura media nacional del 1,5 por ciento destacan algunas CCAA con niveles iguales o superiores al 2 por ciento, como son Andalucía, Aragón, Cantabria y La Rioja; otras comunidades tienen coberturas entre la media nacional y el 2 por ciento como es el caso de Castilla y León, Castilla-La Mancha, Cataluña, Extremadura, Murcia y País Vasco; y, finalmente, existe otro subconjunto de CCAA con una cobertura inferior al 1 por ciento de la población total de su territorio como son Baleares, Canarias y Valencia, siendo el porcentaje de Madrid del 1 por ciento. Diferencias que revelan los distintos esfuerzos institucionales, financieros y de gestión realizados en la implantación del SAAD.

La ley española de finales de 2006 aprobó un **sistema de prestaciones sociales** para la atención a la dependencia en el que las prestaciones económicas son excepcionales. La realidad no ha sido así ya que las prestaciones económicas por cuidados familiares suponen en

<sup>1</sup> Comisión de Expertos, 2009, IMSERSO; Agencia Estatal de Evaluación y Calidad, 2009; Asociación de Directores de Servicios Sociales, 2008-2010.

la actualidad cerca de la mitad de todas las prestaciones (47,5%), si bien el porcentaje de beneficiarios que las recibe supera la mitad del colectivo (56,8%), es decir, que 409.522 personas son beneficiarios de la modalidad de la prestación económica sobre un total de 720.769 beneficiarios<sup>2</sup>. Desde casi el mismo inicio de la aplicación del SAAD el predominio de las prestaciones económicas han concitado el grueso de las críticas de los agentes sociales y económicos, lo que resulta comprensible si tenemos en cuenta las previsiones normativas.

Sin embargo, es necesario explicar el por qué ha sucedido esto y porque, es nuestra hipótesis, esta distribución no cambiará radicalmente en los años venideros. En este sentido hay que diferenciar factores estructurales y coyunturales. Entre los primeros destaca la inercia social de una moral de cuidados en los que la familia sigue teniendo un peso relevante; a dicha inercia se ha adaptado en parte la mujer trabajadora de clase media que delega los cuidados a cuidadoras informales y profesionales en el hogar sin pérdida de control; también la baja oferta de servicios comunitarios, a pesar de su sostenido crecimiento en los últimos lustros; no menos importante es la baja tasa de actividad de las mujeres en edades tardías que favorece la función de cuidados personales. Los cambios habidos en la distribución de la carga de cuidados por género han sido hasta hoy tan lentos y limitados, que no han alterado el hecho estructural de que el peso de la carga sigue estando de forma abrumadora en manos de la mujer y en el seno de los hogares. Entre los factores coyunturales, que se resumen en el impacto de la crisis económica y financiera, hay que destacar las elevadas tasas de paro, cuyos ingresos pueden ser en parte compensados por las prestaciones económicas, así como la contención del gasto público; no es necesario recordar que el coste de los servicios triplica al de las prestaciones económicas y que la puesta en marcha de los servicios requiere de tiempos largos para su maduración; por último, la libertad de elección, de lectura ideológica ambivalente, también está teniendo un peso creciente en la explicación del por qué las prestaciones económicas han contado con tan amplio apoyo. Parte de estos factores que denominamos coyunturales, en realidad forman parte de una corriente profunda en los estados de bienestar de la UE que está redefiniendo el reparto de los riesgos sociales y construyendo nuevas formas de respuesta en las que la responsabilidad individual y familiar gana peso frente a opciones de responsabilidad colectiva. Es un profundo debate político e ideológico, en el que no podemos entrar en este

<sup>2</sup> Existen CCAA en las que el peso de las prestaciones económicas supera ampliamente el 70 por ciento del total de beneficiarios como son Murcia (83,5%), Islas Baleares (74%) y Cataluña (72%).

limitado documento, que afecta sobre todo a la atención a la dependencia, última extensión del Estado de Bienestar, pero también al conjunto del mismo (sanidad, pensiones, educación y servicios de empleo).

En todo caso, habrá que esperar a los estudios sobre valoración y satisfacción de los beneficiarios y los cuidadores no profesionales del sistema de prestaciones sociales del SAAD para poder ofrecer un análisis más riguroso de este problema. Dicho lo cual, es cierto que el sistema de servicios sociales para la dependencia adolece aún de una oferta adecuada, sobre todo de servicios comunitarios y centros de día, así como nuevas formas de apoyo en el domicilio, que es el lugar de preferencia de las personas en situación de dependencia. En este sentido, el desarrollo del SAAD pone de manifiesto el aún bajo nivel de cobertura de las prestaciones como son la ayuda a domicilio (12,6%) y de los centros de día y noche (5,9%), si bien existe una amplia dispersión de cobertura entre CCAA.

A pesar de este hecho, no tan sorprendente a la luz de los argumentos señalados, la aportación del SAAD a la generación de empleo no ha sido baladí, con casi doscientos mil empleos directos, 189.000, en el período 2007-2009, tal como resulta de los análisis del profesor Sosvilla Rivero<sup>3</sup> y sin considerar el empleo inducido de primer orden.

Si los problemas referentes a la gestión y financiación del SAAD son importantes, quizás el decisivo a largo plazo es el de la gobernanza del sistema porque de su buen funcionamiento y eficacia emerge su legitimidad institucional y credibilidad social. La razón es tan sencilla como compleja, estamos ante un sistema de competencias compartidas entre la AGE y las CCAA; el SAAD ni es fruto de una ley básica, ni es competencia única de las CCAA. Es un sistema de Estado con dos ámbitos de competencias mediante las que la AGE garantiza el principio de igualdad en todo el territorio y las CCAA tienen la competencia de su planificación, gestión y evaluación. Es reflejo de nuestro Estado Autonomico y, en consecuencia, el SAAD no puede funcionar sin cooperación institucional y coordinación técnico-financiera.

El desarrollo del SAAD en los últimos cuatro años ha sido posible gracias al **modelo de gobierno** que presenta el Consejo Territorial de la Dependencia. De su funcionamiento y desarrollo existen dos interpretaciones: una es de naturaleza coyuntural que, en cierto

<sup>3</sup> Sosvilla Rivero, S.J. (2010): *Estimación del efecto de establecimiento del sistema de autonomía y atención a la dependencia sobre el empleo en España*. IEF (Mimeo).

modo, puede ser calificada de catastrofista y que afirma que el SAAD es un mosaico de 17 sistemas de dependencia que reduce a la AGE a un papel residual de coordinación; la otra interpretación, que aquí se sostiene, es más realista y con mirada a largo plazo, es decir, el SAAD está construyendo un sistema complejo que requiere tiempo y visión de Estado conjunta entre la AGE y las CCAA.

Desde el punto de vista del análisis concreto, no cabe duda de que los ritmos variados en la implantación del SAAD, a los que no son ajenas las alternativas políticas, antes apuntados en términos de los distintos esfuerzos en cobertura de la población dependiente, ofrecen una imagen de asimetría que parece cuestionar el propio sistema. Ahora bien, si consideramos que antes de la LAPAD sí había 17 modelos de atención asistencial a la dependencia y que en la actualidad hay un sistema coherente en fase de construcción institucional, cabe arrojar una mirada menos pesimista a la vez que poder explicar dicha asimetría y plantear nuevos desarrollos con sentido de Estado, es decir, de cooperación leal y transparente, y de coordinación entre los dos grandes agentes del sistema, AGE y CCAA, sin los que aquel no puede funcionar. El SAAD, como el sistema sanitario, es un sistema de protección social cuya eficacia y efectividad exige formas abiertas de cooperación que desincentiven los planteamientos competitivos entre la AGE y las CCAA. Tal es la cuestión a resolver en los años venideros y como tal es una cuestión más político-institucional que financiera, sin minusvalorar la importancia de esta última. No podemos olvidar en este punto que las asimetrías y distintas velocidades en la aplicación del SAAD no solo se fundan en la propia aplicación de la ley sino también en la historia del sistema de servicios sociales de cada CCAA que es donde cuelga la competencia autonómica en dependencia. Cuando se observa esta última, la dimensión histórica, el análisis se hace inevitablemente más complejo y matizado.

En este sentido, puede afirmarse que en conjunto y con limitaciones y asimetrías ha predominado la cooperación institucional en el despliegue del SAAD. Pero al mismo tiempo es necesario afirmar que tal cooperación es insuficiente de cara a la plena consolidación del sistema en los próximos años. Nuevas formas de cooperación, estilos de transparencia y aprendizaje mutuo son necesarios para lograr avances efectivos en el SAAD. Ello es así porque inevitablemente el sistema se hará más complejo una vez que la presencia de las corporaciones locales gane espacio institucional y el sistema sanitario entre en relación más estrecha con el SAAD para coordinarse en los casos concretos de atención que requieren la presencia de los dos sistemas.

### 3. La financiación de la Ley de la Dependencia: estado de la situación

En un contexto de crisis económica hablar de financiación es un tema delicado pero, todavía lo es más si se trata de la financiación de un derecho social como es el instituido por la LAPAD. La evaluación de la efectividad del modelo de financiación de esta ley en estos cuatro años, desde su entrada en vigor (2007), debe realizarse considerando las características del modelo y las actuaciones que han ido desarrollando los diferentes agentes implicados en la financiación del Sistema de Autonomía y Atención a la Dependencia (SAAD).

El modelo de financiación de la LAPAD se ve influenciado por la peculiaridad de la Ley que conjuga la autonomía de las comunidades autónomas en materia de servicios sociales con el derecho del Estado de establecer un nuevo derecho que amplía el campo de la protección social. El sistema de transferencias específicas condicionadas a la inclusión de beneficiarios en el sistema -nivel mínimo- que ofrece el Estado a las CCAA durante el periodo de implantación de la Ley, con el fin de compensar el incremento del gasto del desarrollo del sistema, supone un balón de oxígeno a las finanzas autonómicas, pero no está exenta de limitaciones y controversias.

Las CCAA señalan que las cuantías percibidas de la AGE son inferiores al cincuenta por ciento del gasto que realizan en el SAAD ya que la financiación del nivel mínimo se hace per cápita y no tiene en cuenta los costes de las prestaciones; así, a mayor gasto, menor es la aportación recibida y viceversa. Este mecanismo provoca el efecto perverso de incentivar la asignación de prestaciones económicas en lugar de las prestaciones en servicios, ya que el porcentaje de recuperación del coste es mayor. Por otro lado, la AGE argumenta que la mayoría de las CCAA no realizan el esfuerzo económico que les corresponde, ya que no crean nuevos servicios sino que cambian de "etiqueta" a los usuarios calificándolos de dependientes, cobrando, por ello, el importe del nivel mínimo sin que, realmente, hayan generado gasto.

Las controversias suscitadas entre los dos niveles de administración son fruto de la falta de un sistema de información transparente que muestre, realmente, los presupuestos ejecutados por las CCAA en la atención a la dependencia, así como la falta de homogeneización de los datos que éstas vuelcan en el SISAAD. Por otro lado, las tensiones financieras que sufren las CCAA son el resultado de un modelo de financiación que no tiene en cuenta el coste de las prestaciones, ni las casuísticas de los bene-

ficiarios que, en determinadas ocasiones, necesitan una combinación de prestaciones pudiendo encarecer, aun más, el coste del sistema. Todo ello, sin tener en cuenta las limitaciones del alcance de la Ley que deja casuísticas sin cubrir, como es la atención socio-sanitaria o a enfermos mentales.

La colaboración del usuario en la financiación del coste del sistema es considerada por la LAPAD como una condición necesaria, sin perjuicio de que se establezcan exenciones o deducciones en función de la capacidad económica de los usuarios. A pesar de que parezca que el copago se haya instituido con la LAPAD, lo cierto es que es una característica implícita al sistema de los servicios sociales, aunque la visibilidad de éste era escasa por el hecho de que los beneficiarios eran personas con pocos recursos económicos, lo cual incide en una escasa recaudación.

La consideración del copago en la atención a las personas en situación de dependencia implica un incremento de la recaudación, respecto a la realizada en los servicios sociales, por la entrada en el sistema de las personas con rentas medias y medias-altas; no obstante, se han creado expectativas sobredimensionadas del volumen de recaudación que pueden suponer los copagos. Mientras el Gobierno estimaba recuperar un tercio del coste de las prestaciones, la realidad arroja, apenas, un 15% del total, no detectándose variaciones significativas al alza entre las diferentes CCAA. El nivel de renta de los usuarios que han accedido al sistema y las características del modelo inciden en su baja intensidad. La sobrevaloración de los copagos ha desfigurado las estimaciones del gasto público necesario provocando problemas financieros y/o la no cobertura de la demanda. Ello se evidencia en las modificaciones presupuestarias de las aportaciones estatales que, en tres años, ha supuesto un incremento del 25%<sup>4</sup>.

El debate sobre el alcance y el impacto del copago en los usuarios sigue abierto. A pesar de que la mayoría de la población no pone en duda la necesidad de resarcirse del módulo hotelero y transporte, continúa habiendo voces discrepantes sobre el copago en el módulo asistencial, que crea un agravio comparativo con el resto de servicios públicos esenciales, como la sanidad y la educación. Esta diversidad, también, se extiende en los modelos de los copagos de las diferentes autonomías, poniendo de relieve las diferencias entre ellas, que no solo se focalizan en la intensidad del gravamen sino en el alcance del mismo, con lo que algunas autonomías eximen de copago el servicio asistencial mientras que en la mayoría, lo incluyen.

<sup>4</sup> El presupuesto estimado acumulado entre 2007 y 2010 era de 3.218,69 millones de € y el Gobierno lo aumentó a 4.010,69.

Las diferencias en los modelos de copago inciden en la equidad horizontal de los usuarios.

El modelo actual de copago en las prestaciones de la dependencia incluye algunas distorsiones en su funcionamiento que inciden en que sea un sistema regresivo al distribuir las cargas, de forma que las clases medias son las más "sufridoras" y soportan una carga económica mucho más elevada que las capas de población con rentas altas. Ello es debido al "tope" en el copago, que al actuar como límite máximo de la cuota hace que se beneficien solo los de rentas elevadas, lo que supone no hacer efectivo el principio de equidad vertical.

La sostenibilidad a medio y largo plazo del SAAD está condicionada a la posibilidad de establecer algún mecanismo que asegure un porcentaje mínimo de financiación pública a dicha finalidad. El modelo financiero de la LAPAD se ha construido sobre un sistema "no contributivo" en donde la principal fuente de financiación son los impuestos de los contribuyentes. Un sistema fiscal es muy *vulnerable a la situación económica y política*. La llegada de la recesión económica en 2008 ha puesto de manifiesto el descenso continuado a lo largo de los últimos tres años de casi un tercio de los ingresos públicos respecto al año 2008. Ello incide en recortes presupuestarios de todos los programas, incluidos los de la atención a la dependencia, como lo demuestra la disminución de un 5,3% en el presupuesto de 2011, a pesar de la necesidad de atender un mayor volumen de beneficiarios por la entrada de las personas con grado de dependencia leve.

Un sistema de financiación basado en un sistema fiscal es, también, vulnerable a las decisiones de los gobiernos de mantener un determinado volumen de gasto público del cual dependen los presupuestos del SAAD. Nuestro país no es inmune a las tendencias ideológicas de rebajar la presión fiscal y este objetivo es compartido tanto por el Estado como por las comunidades autónomas<sup>5</sup> siendo ejemplos de ello, la eliminación del impuesto sobre el patrimonio y la competición entre las CCAA para la rebaja del impuesto sobre sucesiones, entre otros. La tendencia progresiva de reducir ingresos públicos afecta a las políticas de gasto y ello podría tener consecuencias negativas para la financiación suficiente del sistema de atención a la dependencia.

La transparencia en la información económico-financiera del SAAD ayudaría a determinar las necesidades reales de financiación y asegurar, a largo plazo, su sostenibilidad.

<sup>5</sup> Las Autonomías apenas han utilizado la capacidad de establecer recargos en los impuestos estatales o con nuevos impuestos autonómicos.

#### 4. Conclusión. Fortaleciendo el SAAD: refuerzo de la gobernanza, ampliación de la oferta de servicios y sostenibilidad de la financiación

En este texto hemos abordado de manera tentativa algunos de los factores sobre los que se desarrolla el SAAD, como son el acceso, el tipo de prestaciones, el sistema de gobierno y el modelo de financiación.

Del análisis realizado se deduce que el desarrollo del mismo, en términos de cobertura de la población en situación de dependencia y en generación de empleo, ha sido importante sin poder valorar aquí el impacto en el bienestar de las personas afectadas, cuidadores y familias. La implantación plena del sistema alcanzará seguramente en 2015 a más de millón y medio de personas. Estos son los valores añadidos de la llamada Ley de la Dependencia. Y junto a ello, el esfuerzo que supone construir un sistema a partir de los programas asistenciales existentes hasta 2007 sin coordinación alguna, lo que no deja de ser un avance en términos de eficacia institucional.

También hemos señalado antes, los tres problemas que debe abordar el SAAD en los años venideros para su plena consolidación como política social de Estado y que son de orden político-institucional (la gobernanza), financiero (sostenibilidad) y operativo (desarrollo de los

servicios), los tres profundamente interrelacionados, si bien una gobernanza o cooperación institucional efectiva puede allanar la solución del resto de los problemas. Dicho de otra manera, para el desarrollo del SAAD la clave del arco estriba en la buena gobernanza, en la mejora de la calidad institucional del Consejo Territorial de la Dependencia y en sus consejos consultivos.

A partir de una buena gobernanza o, mejor, paralelamente a la misma, la sostenibilidad financiera del sistema es determinante para su éxito. Las rebajas fiscales no son la vía ni para la sostenibilidad del SAAD ni para el conjunto de las prestaciones sociales del Estado de Bienestar. Afirmar la necesidad de un sistema fiscal suficiente y progresivo no es simple retórica, ya que hablamos de la garantía de las prestaciones sociales y de evitar su *asistencialización*. En el mismo sentido, la necesidad de formas de copago que no discriminen o “expulsen” a las capas medias del sistema de dependencia.

Finalmente, la orientación del SAAD hacia los servicios sociales es una política de medio-largo plazo necesaria para lograr avances en la reducción de la feminización del sistema de cuidados y mejorar la calidad de vida de las personas en situación de dependencia, sobre todo los servicios sociales comunitarios. Los avances en la incorporación de la mujer al mercado de trabajo y nuevas formas de reparto de la carga de cuidados en el seno de los hogares favorecerán las políticas orientadas a la creación de servicios y, por tanto, de empleo.

# La economía y el mercado en la Constitución de 1812

Francisco Cabrillo\*

## I. Constituciones y leyes

El desarrollo del análisis económico de las instituciones y el derecho constituye, sin duda, una de las aportaciones más importantes de las últimas décadas a una mejor comprensión de los procesos de crecimiento económico o, en las propias palabras de Adam Smith, a una interpretación más certera de cuáles son la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones.

El marco legal en el que se desenvuelve la actividad económica es complejo y ofrece aspectos muy diversos. Todos los sistemas jurídicos tienen, por una parte, leyes que crean el marco en el que se fundamenta toda la regulación jurídica, tanto de carácter público, como privado. Las constituciones son el ejemplo más claro de este tipo de normas. Y, en la historia española de los dos últimos siglos, no son precisamente constituciones lo que faltan. Pero es importante señalar que esta gran inestabilidad en lo que al marco constitucional hace referencia no implica que el resto del sistema jurídico e institucional que regula la actividad económica haya sido también inestable. De hecho, para la economía, una reforma del código civil o de la ley de sociedades anónimas puede ser mucho más importante que una reforma de la constitución.

Por ello, cambios políticos radicales pueden no tener excesiva relevancia en lo que concierne a la evolución de las variables económicas; y cuando la tienen, la ra-

zón es, con frecuencia, no tanto la creación de nuevas instituciones políticas como el hecho de que se utilicen éstas para modificar algunos de los principios básicos del ordenamiento jurídico. Un ejemplo claro lo encontramos en el régimen del general Franco, el sistema político de mayor duración en la España del siglo XX. En él se introdujeron cambios sustanciales no sólo en las instituciones políticas, sino también en muchas de carácter económico. Pero aquel régimen no modificó las instituciones básicas del derecho privado. El código civil, el código de comercio y la ley hipotecaria, por citar sólo tres elementos básicos para la actividad económica, siguieron siendo aplicados de forma muy similar a como lo habían sido en la Restauración, la Dictadura de Primo de Rivera y la República. Los proyectos de autarquía, la regulación excesiva o la política de creación de empresas públicas fueron rémoras para el crecimiento de la economía del país; pero si se hubieran atacado los principios básicos del derecho de propiedad, como ocurrió por ejemplo, en los países del este de Europa tras la Segunda Guerra Mundial, la situación habría sido, sin duda, mucho peor.

## II. El proyecto de reforma económica

¿Cuál es, desde este punto de vista, el papel que en nuestra historia económica ha desempeñado la constitución aprobada por las Cortes de Cádiz en 1812? Cuando se lee, con una perspectiva de dos siglos, este texto constitucional se entiende que sus aspectos económicos hayan sido poco estudiados. En realidad, se trata de un texto político, cuyo principal objetivo fue institucionalizar el poder de las propias Cortes que la redactaron. Sus referencias a aspectos concretos de la economía son limitadas y habría

\* Catedrático de Economía Aplicada. Universidad Complutense de Madrid.

que esperar al desarrollo legislativo que las propias Cortes de Cádiz llevarían a cabo más adelante, especialmente en el año 1813.

Es habitual afirmar que la reforma económica iniciada en las Cortes de Cádiz quedó inconclusa, al igual que le ocurrió a la reforma política. De hecho, el primer tercio del siglo vio la aprobación, derogación y nueva aprobación de leyes y decretos en un proceso que refleja la falta de consolidación en nuestro país de los rasgos básicos de una economía moderna.

Pero en la Constitución de 1812 se formulan principios muy interesantes que, con el tiempo, abrieron el camino a la institucionalización del régimen liberal y de la economía de mercado en nuestro país. Y el primero de estos principios es, sin duda, el reconocimiento del derecho de propiedad. El artículo 4 de la Constitución establecía la obligación de la Nación a proteger “por leyes sabias y justas” la propiedad y otros derechos básicos. Y más adelante el texto prohibía expresamente al rey tomar la propiedad de un particular o una corporación; y si esto fuese necesario por motivos de utilidad común, al afectado se le deberá indemnizar, dándole “buen cambio a bien vista de hombres buenos”. (art. 172). Los antecedentes doctrinales de estos textos son claros. Tanto la Declaración de Derechos del Hombre y del Ciudadano promulgada en la Francia de los primeros tiempos de la Revolución como la Constitución de 1791 consideraban el derecho de propiedad como un derecho fundamental de la persona. Y el Código Civil de Napoleón de 1804 –que tan gran influencia tuvo en toda la Europa continental y, desde luego en España– reguló el ejercicio de este derecho de forma clara y efectiva. Las Cortes de 1812 no podían ser ajenas a estas ideas.

También se establecían en la Constitución las facultades de las Cortes para hacer efectivo el principio general de la libertad en la industria, ya que, para su fomento, se consideraba que era preciso “remover los obstáculos” que la entorpecían. No fue más allá de esta idea el texto constitucional. Pero el principio tuvo gran importancia, ya que fue la base del decreto de 1813 sobre libertad de industria, al que se hará referencia más adelante.

Mayor atención se dedicaba en la Constitución a la hacienda pública. También en este caso el objetivo de las Cortes fue romper con los principios del Antiguo Régimen y establecer como norma general que todo español, sin distinción alguna, debería contribuir a los gastos del Estado (art. 8).

Bajo el título “De las contribuciones”, la Constitución desarrollaba la organización de la hacienda en 18 artícu-

los (del 338 al 355). Estos artículos iban más allá de la regulación de los principios de la imposición y diseñaban un modelo de funcionamiento del sector público bajo el estricto control de las Cortes. El artículo 339 insistía en el principio antes apuntado de que todos los españoles deberían pagar contribuciones, y añadía que las cargas deberían basarse en el principio de la capacidad de pago, ya que habrían de repartirse “con proporción a sus facultades, sin excepción ni privilegio alguno”. Por otra parte, se establecía que los ingresos deberían fijarse en función de los gastos previstos, de acuerdo con el siguiente procedimiento: el Secretario de Despacho de Hacienda debía presentar, junto con el presupuesto de gastos, un plan de contribuciones para financiarlos. Una vez fijado el importe total, las Cortes debían aprobar el repartimiento entre las provincias, asignando a cada una su cuota correspondiente. Para ello, se creaba una Tesorería general de la Nación, que contaría con delegaciones en cada provincia, y se creaba también una Contaduría mayor de cuentas, para la inspección de todas las actividades de la hacienda pública.

En lo que se refiere a la estructura de la administración pública, las Cortes pecaron, sin duda, de exceso de rigidez y se obsesionaron en regularla con el mayor detalle. Por mencionar sólo un ejemplo llamativo, en el artículo 222 se establecía que el número de Secretarios de Despacho sería siete: Estado, Gobernación para la Península e islas Adyacentes, Gobernancia del Reino para Ultramar, Gracia y Justicia, Hacienda, Guerra y Marina. Es cierto que se determinaba también que las Cortes podrían cambiar este número si las circunstancias así lo exigieran, pero el afán por controlar la actividad del gobierno no justifica que se incluyeran en el texto constitucional cuestiones reglamentarias que deberían haber recibido un tratamiento legal diferente.

Un artículo importante es el 354, referido a la supresión de aduanas interiores, medida necesaria para la creación de un mercado interior unificado, objetivo hacia el que irían dirigidas numerosas reformas a lo largo de la primera mitad del siglo XIX. Las Cortes establecieron que deberían desaparecer todas las aduanas que no estuvieran en los puertos de mar y en fronteras; pero la norma se dejó en suspenso hasta que las propias Cortes fijaran el momento de su aplicación. En la realidad, este objetivo no se lograría hasta 1841 cuando, ya concluida la primera guerra carlista, se suprimieron las aduanas de Navarra y las provincias vascongadas.

En la misma línea de avanzar hacia un mercado interior único, el artículo 258 de la Constitución establecía que los códigos civil, criminal y de comercio serían los mismos para toda la Monarquía, si bien se reservaba a las

Cortes la potestad de introducir variaciones debidas a circunstancias particulares. La unificación del derecho significaba también una ruptura con un sistema legal varias veces centenario, siguiendo la dirección que había marcado la Revolución Francesa de suprimir los parlamentos y los derechos regionales, línea que tendría una gran influencia en toda Europa a partir de la publicación del mencionado Código Civil de Napoleón.

En España la unificación del derecho mercantil se consiguió en una fecha relativa temprana, 1829. El texto, elaborado por Sáinz de Andino, tenía como objetivo “dar al comercio un sistema de legislación uniforme y completo”. Pero es interesante señalar que la promulgación de un Código Civil solo tendría lugar sesenta años después de la del Código de Comercio. Hubo, ciertamente, diversos intentos de aprobar un Código Civil a lo largo del siglo XIX. Pero las peculiaridades de los derechos regionales harían imposible su redacción de un código hasta una fecha tan tardía como el año 1889. Y el Código Civil no tendría nunca aplicación plena a todo el país, ya que determinadas normas —principalmente referidas al derecho de familia y al derecho agrario— conservarían sus peculiaridades en diversas regiones gracias a las compilaciones forales. Esto refleja, entre otras cosas, la debilidad del Estado liberal español que, aun teniendo objetivos muy similares a los del legislador francés, no fue capaz —para bien o para mal— de culminar plenamente la obra unificadora que había planteado la Constitución de Cádiz.

### III. El desarrollo de los principios económicos de la Constitución

No cabe duda de que la principal obra legislativa de las Cortes de Cádiz en materia económica no está en el texto de la Constitución, sino en dos decretos que aprobaron un año más tarde. El primero es el Decreto CCLIX, de fecha 8 de junio de 1813, que lleva como título “Varias medidas para el fomento de agricultura y ganadería”. Lo que con este texto legal se perseguía era establecer un régimen liberal en el sector agrario. El tema es muy importante, no sólo por el hecho de que la economía española estaba —y seguiría estando durante mucho tiempo— centrada en la agricultura y la ganadería, sino también porque se trataba de un sector al que se aplicaban todo tipo de regulaciones y trabas, muchas de las cuales eran vestigios vivos de la época feudal.

Empezaba el Decreto con la idea de que, para el fomento de la agricultura y la ganadería, era preciso, en primer lugar, proteger el derecho de propiedad de todo tipo de tierras dedicadas a estas actividades; y, además, per-

mitir que quienes participaran en este mercado lo hicieran en un régimen de libertad, para lo cual era necesaria la derogación de muchas viejas prácticas a ella contrarias. Como medidas concretas establecía el texto, en primer lugar, el derecho a cerrar y acotar las fincas, cuestión siempre conflictiva en la economía del Antiguo Régimen, en el que la existencia de innumerables servidumbres, cañadas y derechos de paso —en ocasiones no claramente definidos— dificultaban el pleno ejercicio del derecho de propiedad sobre la tierra. Se establecía también el derecho de los propietarios a dedicar sus fincas al uso que consideraran más conveniente, derogándose cualquier legislación anterior que prefijase cómo deberían ser explotadas.

Parte importante del Decreto es la aplicación a los arrendamientos rústicos del principio general de la libertad de contrato, con especial referencia a la obligación de respetar el precio pactado por las partes. Tras desarrollar los principios básicos de los contratos agrarios, se establecía en el apartado IX la libertad del comercio de granos. Los debates sobre este tema habían tenido una gran relevancia en la segunda mitad del siglo XVIII, especialmente en Francia, donde dieron origen a una amplísima literatura económica. Algo similar —aunque con mucho menor impacto— había ocurrido en España. El Decreto de 1813 establecía la libertad de tráfico y comercio interior de granos y demás producciones de unas a otras provincias de la Monarquía, así como el derecho a vender estos productos al precio que las partes convinieran sin restricciones.

En lo no dispuesto concretamente en el texto legal, se declaraba vigente la legislación previa a favor de labradores y ganaderos; y se mantenían las restricciones a la exportación existentes. Pero, pese a que se estuviera aún lejos de una economía liberal abierta —difícilmente imaginable en la España de la época— no cabe duda de que el Decreto diseñaba un sector agrario muy diferente al que existía hasta entonces —al menos en lo que a su regulación hacía referencia— y orientándose hacia la economía de mercado rompía con algunos de los principios que sustentaban la agricultura del Antiguo Régimen.

El otro Decreto realmente importante tenía como número el CCLXII y se aprobó en la misma fecha, 8 de junio de 1813. Llevaba como título “Sobre el establecimiento de fábricas y ejercicio de cualquier industria útil” y tenía como objetivo “remover las trabas que hasta ahora han entorpecido el progreso de la industria”. El texto es muy breve y consta de sólo dos artículos. En el primero se establecía el derecho de cualquier español o extranjero avecindado en el país, a abrir cualquier clase de fábrica o establecimiento sin necesidad de permiso ni licencia alguna, con la única condición de que se sujetara a las reglas de policía y a las normas de salubridad de los lugares en los

que operaran. En el segundo, se afirmaba, con claridad, el derecho al ejercicio de cualquier industria u oficio útil, sin necesidad de examen, título o incorporación a los gremios respectivos, cuyas ordenanzas quedaban derogadas en lo que a este punto hacía referencia.

La Constitución daba, por tanto, también en este campo, el paso decisivo hacia la abolición de los gremios y la organización industrial del Antiguo Régimen. Se ha discutido mucho en España —desde el mismo siglo XVIII— sobre los inconvenientes que el sistema gremial suponía para el desarrollo de las manufactureras en nuestro país. Un ilustrado tan moderado en política como Jovellanos había ya defendido abiertamente el derecho de cualquier persona a dedicarse a la actividad productiva que deseara sin traba alguna. Y en los últimos años del siglo se suavizaron las condiciones de acceso a determinados oficios. Pero fueron las Cortes de Cádiz las que terminaron con un modelo de organización industrial totalmente obsoleto.

Es importante destacar que la suerte de estos decretos no fue muy diversa de la que experimentó la propia Constitución. Derogados en 1814 tras la restauración del absolutismo, volvieron a estar en vigor en 1834 y 1836 tras la muerte de Fernando VII.

#### IV. A modo de conclusión

Nadie tiene dudas con respecto a la gran importancia que para la historia de España tiene la Constitución

de Cádiz. De ella pueden, ciertamente, criticarse muchas cosas, y ya en su época hubo quien fue consciente de que probablemente no era el texto que la sociedad española necesitaba en aquellos momentos y que muchos planteamientos de la Constitución francesa de 1791, el texto que más influyó en ella, difícilmente podrían ser aceptados por buena parte de la sociedad española. Por otra parte, hemos visto que, mientras los constituyentes dedicaban artículo tras artículo a reforzar los poderes de las Cortes y a detallar al máximo el funcionamiento de algunos aspectos de la administración del Estado, no prestaron demasiada atención a algunos aspectos básicos de la economía.

Aun así el texto de 1812 fue muy relevante, no sólo para la sociedad española a lo largo de todo el siglo XIX, sino también para sentar las bases de una economía moderna en nuestro país. La legislación complementaria aprobada por las propias Cortes, así como la del trienio liberal y la promulgada a partir de 1834, fueron, en realidad, un desarrollo de los principios básicos de esta Constitución. Y no es casualidad que, en muchos casos, estas normas siguieran, como hemos visto, la misma trayectoria oscilante que el texto principal.

Como se apuntaba en la introducción, el marco institucional y legal es fundamental para el desarrollo económico. Unas buenas leyes y un sistema eficiente de administración de justicia son condiciones necesarias para la prosperidad de las naciones. Pero no son condiciones suficientes. La convulsa historia española del siglo XIX es buen ejemplo de ello.

## Luis Ángel Rojo

*El pasado día 24 de mayo falleció en Madrid el Profesor Luis Ángel Rojo Duque. La proyección de Ángel Rojo en el terreno universitario en el que ha constituido la permanente referencia de varias generaciones de economistas, en el ámbito del asesoramiento económico y financiero a las autoridades, y en su brillante tarea de construcción del prestigioso Servicio de Estudios del Banco de España, que culminó como Gobernador del Banco en un periodo difícil y complejo del sistema bancario, le hacen sin duda acreedor del máximo reconocimiento social y académico.*

*La Fundación de las Cajas de Ahorros, que con frecuencia se ha beneficiado de la colaboración del Profesor Rojo en sus diferentes revistas y publicaciones, ha querido tributarle un modesto pero sentido homenaje desde las páginas de Cuadernos de Información Económica, incluyendo uno de sus primeros artículos, publicado a comienzos de 1980 en el número dos de Papeles de Economía Española, "Keynes y los problemas de hoy".*

*Es una pieza maestra de la literatura económica española que, pese a los más de treinta años transcurridos desde su publicación, conserva todo su vigor y lozanía para interpretar la vigencia del pensamiento keynesiano, un tema que mantiene su interés y actualidad, y sigue constituyendo motivo de debate.*

## Keynes y los problemas de hoy

Luis Ángel Rojo

1. Hace apenas tres meses hemos conmemorado el cincuentenario de aquel 29 de octubre que presenció el mayor colapso conocido de la Bolsa de Nueva York y que, contrariando las previsiones sustentadas por la mayoría de los economistas y los políticos de la época, abrió un período de consecuencias catastróficas para la actividad económica mundial. Esa conmemoración ha sido pretexto inevitable para que la prensa airease el tema de las similitudes y diferencias entre la crisis económica actual y la gran depresión de los años treinta: y ha sido también ocasión de nuevas discusiones sobre la validez actual del pensamiento de Keynes enfrentando a quienes, en un extremo, parecen tener premura en enterrarlo definitivamente con quienes, en el otro extremo, presentan como progresiva la pretensión regresiva de tratar la obra de Keynes como un discurso sagrado y, como tal, definitivo e intocable.

El pensamiento de Keynes pertenece, hoy, al pasado en el mismo sentido irremediable en que pertenecen al pasado las obras de Smith, Ricardo o Marx, para limitarnos al campo de la economía; y está vivo en el sentido en que también lo está el pensamiento de sus grandes predecesores. La obra de cada uno de ellos es una reflexión sobre unas circunstancias históricas y un intento de ofrecer respuesta —siempre parcial, nunca plenamente coherente— a un conjunto de problemas concretos y cambiantes. La pretensión de aceptar o rechazar plenamente esas obras en relación con los problemas de hoy carece de sentido. Su estudio y discusión ha de entenderse como un esfuerzo por dilucidar críticamente qué partes o elementos de esas obras han conservado su validez a la luz de la evidencia disponible y en relación con los problemas actuales y qué partes han perdido validez o relevancia.

La obra de Adam Smith es incomprensible fuera del contexto histórico en que se escribió y desligada de los problemas inmediatos que la suscitaron. Nació en la lucha de unas fuerzas económicas pujantes con la maraña de intervenciones y regulaciones, a menudo incoherentes y corrompidas, que constituían la política económica de unos estados puestos al servicio de los intereses dinásticos y de unas sociedades estamentales basadas en el *status* y el privilegio. Y si bien hay poco del pensamiento político liberal del siglo XVIII que haya conservado su validez hasta nuestros días, continúa siendo válida y actual la defensa que Smith hizo del mercado frente al intervencionismo como medio de impulsar el bienestar y su defensa de los precios como mecanismo eficiente para transmitir información y coordinar los programas de actuación de millones de agentes económicos en un mundo caracterizado por una información escasa y de adquisición costosa.

Cuarenta años después, David Ricardo meditaba sobre las condiciones monetarias que acompañaron y siguieron a las guerras napoleónicas y sobre el desarrollo industrial británico y los efectos que en el mismo podría tener el mantenimiento de las Leyes del Trigo introducidas para asegurar el suministro de cereales en Inglaterra durante el bloqueo impuesto por Francia. Y hoy, aunque aquellas circunstancias están muy lejanas y mantenemos serias reservas respecto del método y de muchos elementos del análisis de Ricardo, siguen conservando validez y relevancia sus conclusiones sobre la división internacional del trabajo basada en la estructura de costes comparativos, sobre lo ilusorio del intento de resolver los problemas económicos reales mediante simples expansiones de la cantidad de dinero y —con especial relevancia para nuestra situación actual— sobre los efectos negativos para

el crecimiento económico que se siguen de una escasez persistente de un recurso natural básico.

Las características del desarrollo económico inglés y las duras condiciones de las clases trabajadoras en Gran Bretaña, especialmente durante los deprimidos años cuarenta del pasado siglo, condicionaron de un modo sustancial el pensamiento económico desarrollado por Marx en las décadas siguientes. La historia se ha encargado de negar validez a las leyes tendenciales que Marx enunció como características de la dinámica del capitalismo y una copiosa literatura teórica ha puesto en cuestión, durante los últimos años, la propia corrección lógica de tales leyes en el sistema propuesto por Marx. El mundo es, sin embargo, distinto después de Marx y ni son ya posibles las lecturas idealistas de la historia ni cabe ya estudiar la evolución de una sociedad sin atender al importante papel desempeñado en ella por el despliegue de las fuerzas productivas y los intereses económicos contrapuestos.

En 1929 el mundo inició un proceso de contracción que había de conducirlo, en un plazo breve, a la más grave depresión conocida por el capitalismo industrial. Los economistas de la época, que no previeron la catástrofe que se avecinaba, tampoco fueron capaces de analizarla en su desarrollo ni de proponer líneas coherentes de actuación para combatirla. En 1933, cuando el paro afectaba al 27 por 100 de la población activa de Estados Unidos y a 15 millones de personas en Europa, los economistas seguían confiando en la capacidad de recuperación del sistema y desconfiando de cualquier intervención gubernamental que, al interferir con las fuerzas del mercado, pudiera dificultar y retrasar esa recuperación. Keynes, en los años que median entre la publicación del *Treatise on Money* (1930) y la *Teoría General* (1936, elaboró un cuerpo de análisis que iba a permitir una mejora sustancial del conocimiento referente al funcionamiento de la economía y alejar el fantasma de la repetición de grandes depresiones debidas a un hundimiento de la demanda agregada. Su contribución es, en este sentido, definitiva. Otra cosa es la pretensión de aplicar esa teoría sin modificaciones a economías con características muy distintas de aquellas para las que fue elaborada; y otra cosa es el intento de aplicar a economías atormentadas por problemas del lado de la oferta recetas extraídas, mecánicamente, de un cuerpo de pensamiento centrado en los problemas de la demanda global.

2. Lo que más interesa hoy, con una perspectiva de medio siglo, en la actitud de la gran mayoría de los economistas de los años treinta ante la gran depresión, es su voluntad de reducirla a moldes conocidos, de asimilarla a experiencias anteriores, de ignorar sus rasgos diferenciadores.

En un texto de 1934, recientemente desempolvado por Alfonso Carbajo, Schumpeter aún podía escribir en la sima de la depresión: «Sustancialmente nos enfrentamos sólo con problemas que el mundo ha abordado ya en otras ocasiones. En todos los casos, el restablecimiento vino por sí mismo».

Aquellos economistas abordaban, en efecto, la interpretación de la gran depresión desde una teoría de las fluctuaciones económicas que atribuía a las fases de contracción cíclica una función de ajuste y saneamiento tras las distorsiones y los desequilibrios generados durante los períodos de auge. Las fuerzas del mercado se encargaban de inducir los reajustes necesarios, de modo que las depresiones, aunque dolorosas, mejoraban la eficacia del sistema económico, eran transitorias por su propia naturaleza y acababan llevando a una nueva fase de recuperación y expansión. En consecuencia, cualquier intervención de los Gobiernos para acortar una depresión mediante actuaciones estimulantes de la demanda se denunciaba como un artificio peligroso que podía obstaculizar los reajustes saludables, generar nuevas distorsiones o acentuar las ya existentes y, en definitiva, combatir la contracción actual sólo a costa de hacer más grave y profunda la crisis siguiente. Tales denuncias se hacían, por lo demás, especialmente enérgicas si el medio elegido para combatir la depresión era una expansión del dinero y el crédito generadora de inflación —aprensión muy reforzada, en aquellos años, por la experiencia de las grandes inflaciones sufridas por varias economías europeas en la primera postguerra—.

La aplicación de estas ideas a unas economías cuyos grados de depresión superaban en intensidad a todos los recordados y cuyo problema no era la inflación sino la contracción monetaria y el paro, había de tener resultados nefastos. Cabía confiar en la capacidad de recuperación del sistema económico e incluso en el carácter saludable de las recesiones mientras éstas se mantuvieran dentro de ciertos límites; pero si la contracción superaba esos límites —tal vez como resultado de los errores de la política económica—, la economía podía sumirse en zonas de incertidumbre en las que la coordinación de los precios y el mercado fallase y en las que las fuerzas dislocadoras del sistema dominasen sobre su capacidad de recuperación. En tal caso, la intervención estimulante del Gobierno resultaría necesaria. Este era el núcleo del mensaje de Keynes y la gran depresión de los años treinta fue su realidad inmediata de referencia —aunque ese mensaje y el esquema teórico que lo sustentaba no quedaron formalizados antes de 1935 y sólo comenzaron a ejercer influencia algunos años después.

El principal interés de Keynes en los años veinte fueron las fluctuaciones económicas, que eran generadas o

agravadas, en su opinión, por el ciclo del crédito, es decir, por las expansiones y contracciones monetarias y por los consiguientes procesos de inflación y deflación. Y la prescripción básica de Keynes a lo largo de la década fue una política activa de tipos de interés encaminada a lograr una estabilidad del nivel general de precios como medio de suavizar las fluctuaciones de la actividad y el empleo. En la primera parte del período —los años del *Tract on Monetary Reform*, publicado en 1923— Keynes utilizó un cuantitativismo tomado directamente de Marshall y Pigou y consideró que el tipo de redescuento había de ser el instrumento básico de la política del Banco Central. En los últimos años de la década —los años que llevan a la publicación del *Treatise on Money* en 1930— Keynes adoptó el enfoque de renta, de origen wickselliano, centró su análisis en los desequilibrios entre ahorro e inversión y juzgó que la política estabilizadora del Banco Central, si había de conseguir sus objetivos con eficacia, no debería limitarse al manejo del tipo de redescuento y a la actuación sobre los tipos de interés a corto plazo, sino que había de afectar directamente a los tipos de interés a largo plazo mediante operaciones de mercado abierto. Sin embargo, por debajo de estas diferencias, Keynes mantuvo una misma posición básica a lo largo de los años veinte: la estabilidad del nivel general de precios y, en consecuencia, la moderación de las fluctuaciones económicas deberían confiarse, primordialmente, a la política monetaria; el Banco Central debería instrumentar esa política mediante una actuación decidida y ágil sobre el tipo de interés, impulsando su elevación en las fases de expansión y forzando su descenso en las fases de contracción en busca de un nivel de equilibrio que igualase la oferta de ahorro con la demanda de inversión; si esta política monetaria de estabilización y tipos de interés fluctuantes entraba en conflicto con el equilibrio de la balanza de pagos al nivel existente del tipo de cambio, habría que permitir que este último se ajustase en la medida necesaria: la política de defensa de un nivel del tipo de cambio debería siempre ceder ante la política de estabilización de los precios; en fin, sólo si se renunciaba a los reajustes o a la flotación del tipo de cambio y si los movimientos de los tipos de interés ejercían efectos muy importantes sobre la balanza por cuenta de capital, cabría pensar en adaptar la política monetaria a los requerimientos de la balanza de pagos y utilizar la política fiscal como arma de estabilización interna de la economía.

Las actitudes de Keynes ante los principales problemas prácticos sobre los que polemizó a lo largo de la década: su apoyo a la elevación de los tipos de interés como medio de combatir la inflación en 1920, su defensa de un sistema adecuado de tipos de cambio en la postguerra, su rechazo de una vuelta al patrón oro a antiguas paridades que exigieran una presión a la baja sobre los precios para mantener el equilibrio exterior, su defensa

de un patrón monetario internacional manejado de modo que sostuviera la estabilidad de su valor en términos de un conjunto de mercancías importantes en el comercio mundial, su defensa de la política de obras públicas propuesta por Lloyd George en 1929, o su posición ante las nuevas propuestas sobre las reparaciones alemanas en ese mismo año; las actitudes de Keynes ante todos estos problemas derivan de las prescripciones básicas que acabo de señalar.

La gran depresión inició su catastrófico avance poco antes de que viera la luz el *Treatise on Money*; y, a partir de ese momento, el pensamiento de Keynes empezó a cambiar con rapidez y su voz se hizo cada vez más disonante en el coro de los economistas de la época. No voy a insistir en la importancia significativa de que Keynes previniera a la Reserva Federal americana, en 1929, sobre el peligro de tratar la especulación bursátil mediante una política monetaria demasiado restrictiva que pudiera dañar gravemente a la actividad; y no voy a hacerlo porque Friedman le ha dado, afortunadamente, la razón treinta años después. Lo que me interesa subrayar es que Keynes reconoció muy pronto —frente a la inmensa mayoría de los economistas del momento— que aquella depresión era muy distinta de las anteriores; que era mucho más intensa y que esa diferencia cuantitativa la hacía cualitativamente distinta porque se habían cruzado los límites en que había que poner fin a la confianza en la capacidad de autorrecuperación del sistema, los límites a partir de los cuales ya no cabía esperar la actuación correctora de las fuerzas del mercado. En un documento preparado por Keynes en 1930, como miembro del Economic Advisory Council, ya escribía:

«El problema, hoy día, es que estamos violentamente fuera del equilibrio y que no podemos esperar lo suficiente para que los remedios liberales traigan su recompensa... Si no queremos ser pacientes y estamos preparados a abandonar el *laissez-faire*, tal vez podemos esperar que las cosas se arreglen antes y tal vez evitemos una catástrofe social»<sup>1</sup>.

En una situación de tan grave hundimiento de las expectativas —pensaba Keynes— apenas cabía esperar nada de las fuerzas de autoajuste del sistema. El descenso de los salarios monetarios encontraría muchas dificultades, sería muy lento y sólo podría ayudar a la recuperación de la demanda por vías indirectas que podrían ser sustituidas con ventaja por la política monetaria; en tanto que las reducciones salariales fuertes y rápidas podrían quebrantar aún más la escasa confianza existente. Pero tampoco sobrevivió a la gran depresión la confianza depositada anteriormente por Keynes en una política ágil y flexible de tipos de interés: primero, porque el Banco

<sup>1</sup> J. M. Keynes: *Collected Writings*. vol. XIII, págs. 198-199.

Central podría encontrar grandes resistencias al descenso rápido e intenso de los tipos de interés en el clima de gran incertidumbre característico de una depresión profunda; y, segundo, porque, aunque se lograra situar el tipo de interés a largo plazo a un nivel bajo, sería improbable que las empresas privadas, hundidas sus expectativas, se decidieran a acometer nuevos gastos de inversión basados en préstamos a una escala suficiente.

«Las empresas no iniciarán una expansión —escribía Keynes— hasta *después* de que los beneficios hayan comenzado a recuperarse, ni desearán un mayor capital en existencias hasta *después* de que el producto haya comenzado a aumentar. Así que el primer paso habrá de darlo la autoridad pública —concluí—; y habrá de hacerlo probablemente a gran escala si ha de romperse el círculo vicioso... cuando empresa tras empresa arrojan la esponja y dejan de producir con pérdidas en la aparentemente vana esperanza de que su perseverancia se verá recompensada»<sup>2</sup>.

La salida de la depresión quedaba así confiada a una política fiscal expansiva. Y el modelo analítico de Keynes permitía comprender las vías por las que operaría el proceso de recuperación.

3. Todo lo anterior es bien conocido; pero es también frecuentemente olvidado en un doble sentido: los detractores, por una parte, tienden a olvidar cuánto hubo de ruptura definitiva en el pensamiento de Keynes y hasta qué punto es imposible volver a un mundo pre-keynesiano; en tanto que quienes aspiran a haberlo heredado todo de Keynes —excepto su talento crítico— olvidan hasta qué punto su pensamiento y su obra están condicionados por las circunstancias históricas que le tocó vivir.

Todo modelo analítico incorpora una simplificación y una selección de la realidad en función de los problemas que trata de estudiar. Y, en el modelo de Keynes, esa selección viene dictada por el estudio del problema del paro masivo resultante de una insuficiencia de la demanda global. No se pretenda, por tanto, utilizar ese modelo sin modificaciones para el estudio de situaciones sustancialmente distintas —situaciones de inflación intensa y prolongada, de sensibilización alcista de las expectativas de precios, etc.—; porque, al estar construido el modelo para un contexto genérico diferente, de esa aplicación mecánica sólo pueden esperarse errores.

Los problemas actuales son muy distintos de los que centraron la atención de Keynes a lo largo de su vida. Aunque en la obra y el pensamiento de Keynes encontramos bases suficientes para atisbar —y más que atisbar— cuáles

hubieran sido sus posiciones respecto de algunos de los problemas que han asediado a la economía mundial en los últimos años.

Así, en *How to pay for the war* (1940) Keynes mostró la importancia que continuaba atribuyendo al tema de la inflación y señaló la necesidad de que el esfuerzo bélico fuera financiado por vías no inflacionistas. La resistencia americana a seguir ese criterio durante la guerra de Vietnam está en el origen de la gran oleada de inflación que barrió el mundo en los primeros años de la pasada década y cuyos efectos tanto condicionaron la evolución posterior de la economía mundial.

Esa actitud americana y la rápida transmisión de la inflación por medio del déficit exterior de Estados Unidos, del crecimiento de las reservas mundiales y de las consiguientes expansiones monetarias nacionales se vieron facilitadas por el papel de moneda de reserva desempeñado por el dólar en el sistema monetario internacional. Pero los riesgos que *un* sistema basado en tal asimetría implicaba fueron claramente previstos por Keynes y sus propuestas para la reconstrucción monetaria en la segunda postguerra trataban de conjurar esos riesgos. Todos los esquemas de reforma del sistema monetario internacional discutidos en los últimos años han sido, de un modo u otro, elaboraciones sobre las ideas desarrolladas por Keynes en el período último de la segunda guerra mundial.

En fin, aunque Keynes no previó, naturalmente, los problemas planteados por la escasez energética y la elevación del precio de los crudos, su análisis del tema de las transferencias en relación con las reparaciones de guerra alemanas continúa ofreciendo una buena base para discutir las dificultades padecidas por los países importadores de petróleo en los últimos años —dificultades que no parecen haber entendido aún bien algunos de los que se pretenden fieles seguidores de Keynes—.

Con esto sólo quiero señalar lo obvio: que sería bueno que Keynes estuviera vivo y entre nosotros para afrontar los problemas actuales. y que lo sería no porque, en tal caso, Keynes fuera a encontrar soluciones a esos problemas aplicando sus ideas formuladas en los años treinta, sino justamente por lo contrario: porque su temperamento realista e intuitivo le llevaría a enfocar los problemas actuales sin intentar reducirlos a experiencias y moldes pasados —es decir, sin caer en el error al que sucumbieron la mayoría de los economistas en la gran depresión—; porque su inteligencia, poco respetuosa con las ideas heredadas y siempre dispuesta a revisar las propias, le induciría a reconsiderar su pensamiento para adaptarlo a un nuevo contexto; y porque su espíritu crítico mostraría el mayor interés en desvelar los puntos en que la aplicación de las

<sup>2</sup> J. M. Keynes: *The Means to Prosperity*, 1933, *Collected Writings*, vol. IX, págs. 353-354.

doctrinas Keynesianas —con base en su obra o abusando de ella— puede conducir a errores en las circunstancias actuales.

4. Me limitaré a señalar brevemente los puntos donde, en mi opinión, ese hipotético análisis crítico por Keynes de las doctrinas Keynesianas encontraría, probablemente, más serios reparos desde una perspectiva actual.

En primer lugar, la preocupación excesiva por el funcionamiento, ajustes y desajustes de la economía en el corto plazo en demérito de los lentos ajustes de los factores reales a largo plazo, es decir, en demérito de la atención a la asignación eficiente de los recursos a través de los movimientos de precios y rentas relativos.

Este sesgo del análisis está íntimamente ligado a un segundo rasgo de la teoría Keynesiana: su intensa utilización del método de agregación y su concentración en el comportamiento y manejo de la demanda agregada de la economía, relegando a un segundo plano las variables protagonistas de la microeconomía, es decir, los precios relativos, y el análisis de los problemas del lado de la oferta.

La articulación de este doble sesgo conduce, inevitablemente, a tratar de conseguir, mediante operaciones planteadas en términos agregados y en el corto plazo —es decir, básicamente por vías monetarias y fiscales—, una aceleración de los lentos ajustes de los factores reales con una cierta indiferencia respecto de las consecuencias a largo plazo de esas actuaciones. Llevado a una actitud extrema, ese doble sesgo puede inducir a convalidar cualquier nivel general de los precios con tal de mantener una demanda agregada que se juzgue suficiente.

La concentración en la manipulación de la demanda agregada a corto plazo para situarla en un alto nivel está justificada en períodos de depresión atribuibles a un desplome de la demanda efectiva. Pero la persistencia indiscriminada de esa actitud puede tener unas consecuencias, es decir, unos costes reales para la economía en el largo plazo que superen netamente a sus ventajas aparentes e inmediatas. Y en períodos en los que los problemas vengan por el lado de la oferta, se expresen en desajustes entre las estructuras de la oferta y la demanda, sean, en definitiva, problemas de precios relativos cuya solución exige reasignaciones importantes de recursos, la concentración en la intensidad de la demanda agregada y la convalidación de los niveles de precios existentes pueden tener resultados muy negativos. En contra de lo que afirmó Keynes en una frase solo aparentemente feliz, no es verdad que, a largo plazo, todos estemos muertos. Dada la brevedad que suele asignarse al horizonte del

corto plazo, a largo plazo hay muchos ciudadanos vivos y en condiciones de comprobar y sufrir las consecuencias negativas que tienden a seguirse de las manipulaciones artificiales de la demanda agregada —entre las que puede no ser la menor, paradójicamente, un crecimiento más lento de la creación de puestos de trabajo—.

Keynes mostraría, con toda seguridad, serias reservas respecto de otro punto característico de lo que ha sido la tradición Keynesiana, a saber: la pretensión de que los Gobiernos saben, pueden y están en condiciones de desarrollar unas políticas afinadas de regulación de la demanda agregada que, mediante intervenciones rápidas, ágiles y sometidas a frecuentes cambios de sentido, mantengan continuamente las economías en estrechas zonas de pleno empleo con estabilidad aceptable de los precios.

Si Keynes confiaba, durante los años veinte, en una política ágil de tipos de interés como vía básica de estabilización de los precios y la actividad, en los años treinta abandonó, como hemos visto, esa confianza y acabó recomendando una política monetaria más estable ocupada en mantener el tipo de interés a su nivel aproximado de equilibrio a largo plazo. Keynes nunca habría participado, seguramente, de la pretensión de desarrollar con éxito una política continua de estabilización sobre la base científica aportada por la econometría: nunca habría creído que los grandes modelos econométricos, una vez estimados, mantendrían la estabilidad de sus coeficientes ante las medidas de política económica ofreciendo a ésta, en consecuencia, una base firme para predecir con aproximación sus efectos.

Keynes otorgó siempre una gran importancia a las expectativas del público y a su capacidad para neutralizar, reforzar o distorsionar los efectos de las medidas de política económica. Parece razonable conjeturar, por consiguiente, que Keynes hubiera aceptado que las expectativas del público se sensibilizan fuertemente en economías sometidas a procesos inflacionistas prolongados e intensos; que el público llega a aprender muy bien los efectos que se siguen de medidas de política económica una y otra vez repetidas y que reajusta, en consecuencia, sus expectativas tan pronto como dichas medidas se adoptan; y que, como consecuencia de esos reajustes de expectativas, la estabilidad de los parámetros de los modelos econométricos-guía desaparece, la supuesta base científico-empírica de la política de estabilización sufre graves quebrantos y el sistema económico se hace cada vez menos sensible a los propósitos de las autoridades.

No hace falta ser un defensor pleno de la teoría de las expectativas racionales para aceptar que si el público aprende con la experiencia y se resiste crecientemente a dejarse sorprender por las consecuencias de las me-

didadas de política económica, cada vez serán menores las posibilidades de eficacia de una política de estabilización supuestamente afinada y activista; en tanto que si se echa mano de dosis más fuertes de actuación para vencer las resistencias del sistema, será muy probable que tal política se convierta en un importante agente desestabilizador.

La conclusión de todo esto es, naturalmente, una sana dosis de escepticismo respecto de la posibilidad de manipular la actividad económica a voluntad en el corto plazo y, sobre todo, respecto de la posibilidad de conseguir que las variaciones impuestas a la demanda agregada en términos nominales se traduzcan en variaciones del producto y el empleo y en variaciones de los costes y los precios de acuerdo con los deseos de las autoridades. Es sustancialmente distinto plantearse el problema del manejo de la demanda agregada en una depresión con hundimiento de la demanda y deflación de precios que en economías inflacionarias asediadas por problemas del lado de la oferta.

Un último punto en el que Keynes se veía obligado, probablemente, a oponer reparos a la interpretación que habitualmente se liga al Keynesianismo, sería el referente al papel del sector público y los déficits públicos. Keynes defendió la intervención decidida del sector público en fases de fuerte desequilibrio en que no cabe confiar en las fuerzas del mercado con el fin —para utilizar sus palabras— de «otorgar un propósito a la economía». En tales circunstancias Keynes estaba dispuesto a recomendar el déficit público a través de la ampliación del gasto aunque éste no respondiese a criterios estrictos de eficacia. Pero Keynes no era un defensor indiscriminado del déficit y el gasto públicos en cualesquiera circunstancias y condiciones. Baste con recordar que, en sus discusiones con los economistas del *New Deal* americano cuando la depresión había cedido ya sustancialmente y comenzaban a advertirse movimientos alcistas de precios, Keynes insistió en la necesidad de corregir el déficit del presupuesto. Es probable que la interpretación más correcta del pensamiento de Keynes a este respecto sea la apuntada por Buchanan, según la cual, Keynes se habría limitado a ampliar el periodo de referencia del equilibrio presupuestario, llevándolo del año habitual a la duración del ciclo, es decir, prescribiendo un equilibrio presupuestario para el conjunto del período cíclico que se instrumentase mediante déficits en las fases de recesión y excedentes en las fases de auge. Creo que podemos conjeturar con confianza que Keynes se habría negado a aceptar que en su obra están los fundamentos de una política expresada de la repetición de déficits presupuestarios cualesquiera que sean el estado y las condiciones de la economía.

Creo que Keynes no se habría opuesto a la ampliación del sector público ni al desarrollo de la seguridad social

ni habría retrocedido ante las empresas nacionales. Pero también creo que habría dicho lo evidente: que el criterio de eficiencia es vital para el bienestar material de una sociedad y que su vulneración se paga en términos de menor desarrollo y menor satisfacción de las necesidades; que la ampliación del sector público no puede equivaler, sin graves daños sociales, a eximir a sectores crecientes de la economía de las consideraciones de costes; que unas empresas nacionalizadas ineficientes y deficitarias constituyen un grave lastre que la sociedad paga inevitablemente en términos de menores y peores servicios públicos y de reducción de su bienestar. Pienso también que estas consideraciones no son Keynesianas ni antikeynesianas y que tampoco son de izquierdas ni de derechas: pertenecen al más elemental sentido común económico, pueden aducir textos a su favor que van desde *La Riqueza de las Naciones* hasta *El Capital* y no cabe ignorarlas impunemente.

5. Abandonemos el mundo de las conjeturas. Keynes no va a venir a ofrecernos una valoración crítica del Keynesianismo. No he pretendido, en cualquier caso, jugar el juego de las interpretaciones que salvan al maestro en sus textos e imputan los errores a sus discípulos. No lo he pretendido porque me parece un juego irrelevante. Sólo he querido señalar que, en mi opinión, nuestras relaciones con un clásico, como Keynes, nunca pueden consistir en la interpretación pretendidamente objetiva y auténtica de una obra completa y cerrada. Como ha señalado recientemente Víctor Pérez Díaz en un brillante estudio sobre Marx, el intento de construir la teoría de un clásico que sea plenamente sistemática y fiel a su pensamiento es un malentendido teórico que supone, en la obra del clásico, un grado de coherencia interna que no tiene, en realidad, ninguna obra intelectual de gran envergadura. «Ser fiel a una obra —escribe Víctor Pérez Díaz— es reconstruir el sentido que el conjunto de esa obra tuvo para su autor, teniendo en cuenta la vinculación del autor a circunstancias muy específicas que fueron cambiando de una etapa a otra de su tiempo histórico y de su vida personal. El resultado es un complejo o pluralidad de sentidos relacionados unos con otros de una manera flexible y problemática»<sup>3</sup>. Y porque la obra de Keynes es, como toda obra clásica, abierta, problemática y fragmentaria; porque, como toda obra clásica, está en parte viva y parcialmente pertenece irremisiblemente a su tiempo; porque, como sucede con toda obra clásica, las interpretaciones pretendidamente objetivas son tan sólo reflexiones sobre nuestros problemas; por todo ello, nuestra lectura de la obra de Keynes ha de ser una busca de inspiración en relación con los problemas

<sup>3</sup> Víctor Pérez Díaz: *Estado, burocracia y sociedad civil*. Madrid, 1978, pág. 20.

de hoy, una reflexión que, apoyada en la evidencia y los desarrollos posteriores, nos ayude a encontrar respuestas a las dificultades actuales.

Si se acepta esta aproximación al tema, podemos conjeturar cuáles serían las reacciones críticas de Keynes frente a lo que ha venido llamándose Keynesianismo como una forma de expresar nuestras reflexiones sobre la situación actual y como un modo de sugerir que ni la obra de Keynes debe, hoy, leerse como un todo cerrado susceptible de revisión crítica, interpretación auténtica, refutación o corroboración de una vez por todas ni tiene, hoy, sentido la discusión centrada entre posiciones rotuladas como «Keynesiana» y «antikeynesiana», respectivamente. Lo que necesitamos es libertad para enfrentarnos con los problemas de hoy, no ataduras a unos moldes que ni siquiera son capaces de cubrir la amplitud de esos problemas.

Por esto mismo me parece absurdo aceptar la adaptación a moldes nuevos, pero no más amplios ni más liberadores, y declararse «monetarista». ¿Pero usted es o no es monetarista?, le preguntan a uno con frecuencia. Y uno, que no va a tener la grosería de responder que la pregunta le parece bastante necia, no sabe qué responder. Porque si ser «monetarista» es aceptar que las condiciones monetarias son importantes y que la cantidad de dinero es la magnitud más adecuada —aunque no la única— para expresar e indicar la evolución de esas condiciones; si ser «monetarista» equivale a afirmar que una reducción paulatina de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero es condición necesaria para conseguir un descenso progresivo de la tasa de inflación; si ser «monetarista» significa ser bastante escéptico respecto de las posibilidades de manipular la economía en el corto plazo mediante políticas activistas de demanda que pretendan objetivos concretos en términos de cantidades y precios y temer las consecuencias a largo plazo de ese activismo, entonces uno es «monetarista». Pero ser eso es muy poco, en el sentido de que la mayoría de los problemas más relevantes que tenemos planteados quedan más allá de los límites de ese molde.

A mí, el «monetarismo» me recuerda, con toda clase de respetos, a aquel cuento de los ratones que vivían encerrados herméticamente en un piano y que construyeron una hermosa teoría sobre cómo producían la música los mazos y las cuerdas del instrumento sin sospechar jamás la presencia del pianista. Porque lo que afirma el monetarismo me parece, dentro de su modestia, verdad —excepto cuando adopta posiciones extremas, ya no muy compartidas, que afirman la aparición de efectos «crowding-out» con generalidad y niegan cualquier efecto estimulante a la política fiscal—; pero su modestia es grande, porque tiende a cerrar los ojos ante los complejos problemas socioeco-

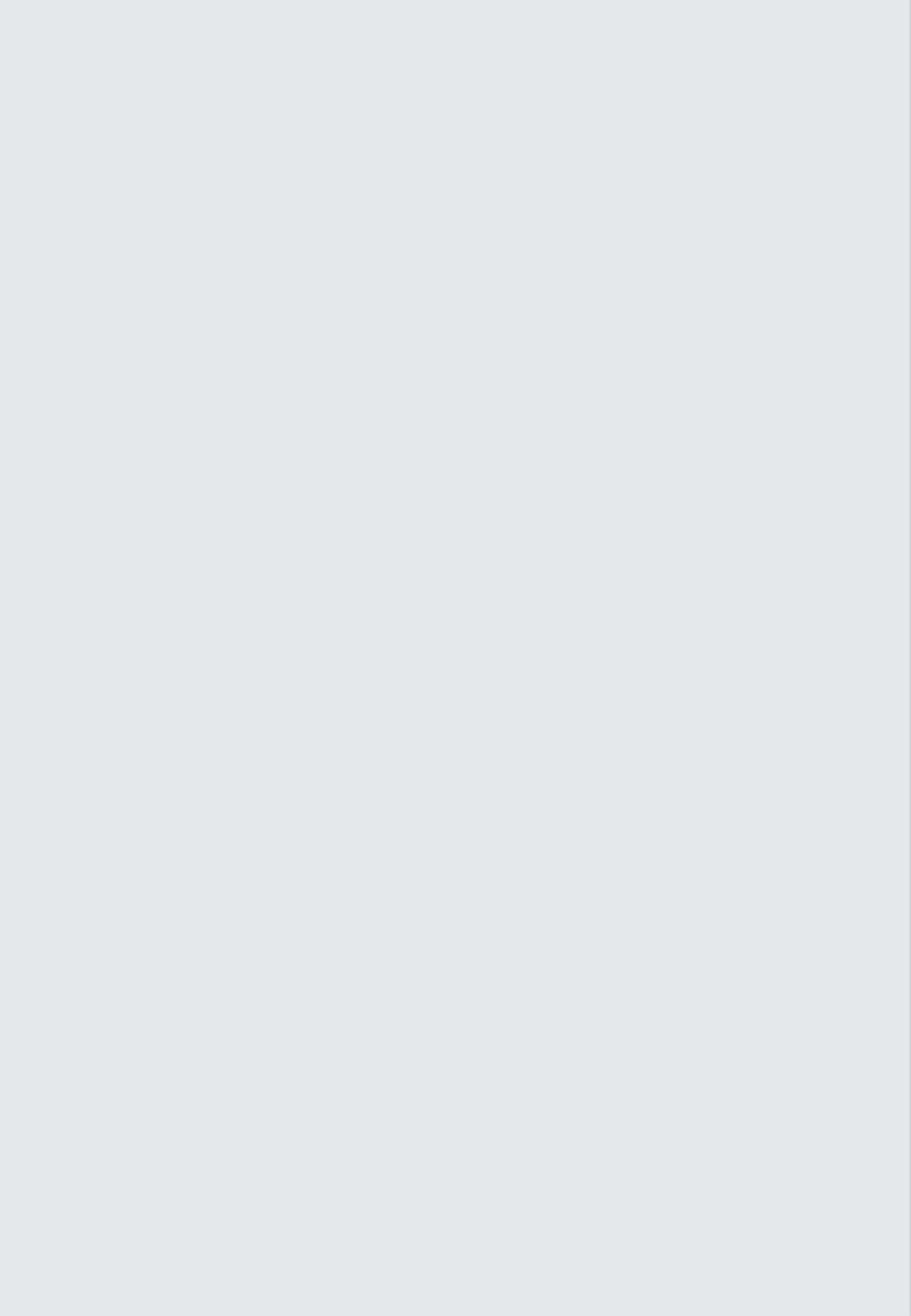
nómicos que pueden interferir o dificultar la aplicación de sus prescripciones y tiende a afirmar que las sociedades acaban adaptándose a su condicionamiento monetario pero sin precisar el tiempo y los costes necesarios.

Todo esto no significa adoptar una posición ambigua y elusiva. Significa, ante todo, afirmar la necesidad de libertad, más allá de la adscripción a unos moldes y rótulos concretos, para afrontar unos problemas de gran complejidad cuya solución no puede estar en una receta rotulada. El entendimiento y la solución de esos problemas puede requerir echar mano de piezas de análisis de orígenes diversos, siempre que sean coherentes entre sí, y requiere, desde luego, una gran atención a los hechos sin aferrarse a preconcepciones. El mundo vive unos graves problemas del lado de la oferta —con su característica incidencia simultáneamente inflacionaria y depresiva— que ninguna teoría centrada en el comportamiento de la demanda agregada a corto plazo está en condiciones de tratar adecuadamente. La teoría ricardiana sobre los efectos de freno al crecimiento económico que derivan de la escasez persistente de un recurso natural básico continúa siendo la pieza de análisis más adecuada para comprender los problemas fundamentales que la escasez de energía plantea a la economía mundial. La teoría de las transferencias nos explica el impacto adverso de las elevaciones del precio del petróleo para los países importadores en términos de un empobrecimiento no fácilmente superable; la teoría macroeconómica disponible —cualquiera que sea su rótulo— nos ilustra sobre los dilemas de inflación y paro que les plantean a los gobiernos las resistencias de sus ciudadanos a asumir ese empobrecimiento a través de rentas reales más bajas; y esa misma teoría nos advierte, con modulaciones pero ya sin discrepancias profundas, sobre las dificultades de estimular la actividad sin acelerar las alzas de precios que acaban devorando aquel estímulo en economías con expectativas inflacionistas muy sensibilizadas. El trasfondo básico de la difícil situación actual es la realidad de unas sociedades que, acostumbradas a unas previsiones de rápida y continua expansión durante muchos años, han de adaptarse ahora a unas expectativas de crecimiento lento, con los problemas que esa adaptación plantea en términos de paro y de reducción de las aspiraciones en términos de consumo y de satisfacción de las necesidades colectivas; es la realidad de unas sociedades que habrán de dedicar volúmenes muy fuertes y crecientes de recursos reales para asegurarse un suministro razonable de energía en las próximas décadas, con evidente perjuicio para otros sectores alternativos con posibilidades de expansión; es, en fin, la realidad de unas sociedades que padecen graves desajustes en su aparato productivo como consecuencia de fuertes inversiones realizadas en el pasado bajo el supuesto de que se mantendrían los altos ritmos de expansión económica y el bajo precio de

la energía y como resultado de la competencia creciente de extensas áreas del tercer mundo en sectores de tecnología modesta y participación importante del trabajo en los costes de producción. La posibilidad de superar estos problemas con unas probabilidades razonables de éxito pasa por una conciencia colectiva de las dificultades reales y obliga a valorar la asignación eficiente de los recursos con mucha mayor fuerza que en *un* pasado próspero donde el derroche de recursos parecía disimulable, al menos dentro de ciertos límites. Y el trasfondo básico de esa situación es una modificación profunda de los precios relativos y un desajuste entre las estructuras de oferta y demanda que requieren reasignaciones importantes de factores si se ha de ganar un futuro incierto. En este contexto, la apelación a las fuerzas del mercado y al mecanismo de los precios como orientador y transmisor de información

en un mundo profundamente incierto y la insistencia en la importancia de la asignación eficaz de los recursos como requisito del bienestar colectivo que debe guiar la política económica, adquieren toda su fuerza sin necesidad de rótulos específicos y —sería deseable— sin adscripción a posiciones políticas concretas. No cabe ignorar, sin embargo, que el problema de la escasez de energía plantea —y puede plantear aún más en el futuro— problemas que quedan más allá de las posibilidades de los mecanismos de mercado.

En estas condiciones tan complejas, la figura de Keynes no puede ser causa de polémica y división, sino fuente de inspiración en cuanto tuvo de realismo, de versatilidad, de falta de reverencia hacia las ideas inertes y, también, de valor para expresar su pensamiento y luchar por él.



## Panel de previsiones de la economía española junio 2011

*Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS*

El crecimiento del PIB en el primer trimestre del año, un 0,3% intertrimestral, ha sido algo mayor de lo esperado por el consenso del Panel de Previsiones, aunque ello obedece, sobre todo, al inesperado e intenso repunte del consumo público. El comportamiento del consumo de los hogares ha sido, sin embargo, peor de lo previsto. Las exportaciones han crecido a un ritmo muy intenso, pese a lo cual, la aportación del sector exterior al crecimiento ha sido incluso menor que en los trimestres anteriores, debido a que las importaciones también se han acelerado.

La previsión media o de consenso de los panelistas para el crecimiento del PIB en 2011 se mantiene sin cambios en el 0,8%, aunque se han producido cuatro revisiones al alza. No obstante, ha habido un pequeño cambio en la composición de dicho crecimiento: se ha reducido el crecimiento esperado de la demanda nacional y se ha incrementado el de las exportaciones e importaciones.

Tampoco ha habido cambios en la tasa de crecimiento de consenso esperada para 2012, que continúa en el 1,5%. También aquí se ha revisado su composición, en el mismo sentido que en las previsiones de 2011: menor aportación esperada de la demanda nacional (0,9 pp, una décima menos que en el Panel de abril) y mayor aportación del sector exterior (0,6 pp, una décima más).

El perfil esperado de crecimiento trimestral del PIB para 2011 y 2012 se mantiene prácticamente sin variación: las tasas serán de entre el 0,2% y 0,3% en 2011, y de entre el 0,4% y 0,5% en 2012. Es decir, una tendencia al alza pero con tasas reducidas y muy lentamente ascendentes.

Los indicadores de actividad industrial han arrojado buenos resultados en el arranque del año. El índice de producción industrial creció un 2,7% (tasa intertrimestral anualizada) en el primer trimestre, una tasa muy semejante a la recogida el trimestre anterior. Los resultados de otros indicadores, como índices de cifra de negocios o de entrada de pedidos, han sido incluso algo mejores.

Pero, en cualquier caso, solo son las exportaciones las que mantienen a flote la actividad industrial. Las previsiones de crecimiento son, por ello, más bien modestas: un 1,6% en 2011 y un 2,8% en 2012.

***Se mantiene la previsión de PIB para 2011 en el 0,8%***

***La previsión para 2012, también sin cambios en el 1,5%***

***Previsiones modestas para la actividad industrial***

Cuadro 1

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JUNIO 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	0,5	1,5	-0,9	-1,1	-4,6	-0,1	1,3	4,5	-8,9	-2,9	0,5	1,5	-1,0	0,6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	0,9	1,6	0,4	0,9	-1,1	-0,3	-3,8	2,4	2,6	4,9	-7,7	1,2	-0,7	2,6	-0,9	1,0
Bankia	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	1,0	1,8	0,9	1,3	-0,4	-0,1	-2,5	1,9	2,3	4,1	-7,2	0,9	1,8	0,9	-0,1	1,2
Cemex	0,6	1,5	0,8	1,8	-1,7	-1,0	-3,6	1,3	0,4	4,2	-7,1	-1,6	0,7	4,3	-0,7	1,1
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URIC)	0,7	1,4	0,5	1,0	-1,0	-0,8	-2,6	0,7	2,8	3,8	-6,0	-2,0	0,2	4,0	-0,5	0,6
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	0,8	1,0	0,9	1,3	-1,1	0,5	-1,8	2,0	4,0	5,1	-5,6	-0,5	1,9	4,8	-0,1	1,3
Esade	0,7	--	1,0	--	-1,0	--	-2,0	--	--	--	--	--	--	--	-0,1	--
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	0,9	1,5	0,3	1,2	-1,0	-1,1	-4,7	-0,6	1,9	4,0	-9,6	-4,7	1,7	3,8	-0,9	0,4
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCLM)	0,7	--	1,0	--	-1,2	--	-2,9	--	2,6	--	-7,1	--	2,8	--	-0,3	--
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	0,5	--	0,6	--	-1,0	--	-3,5	--	1,5	--	-7,0	--	1,0	--	-0,6	--
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	0,7	1,4	0,4	1,1	0,0	-0,3	-4,8	0,4	2,1	6,8	-9,1	-2,7	-0,2	1,2	-0,9	0,6
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	0,4	1,3	-0,2	-0,9	-4,4	1,0	1,5	6,8	-8,3	-2,0	-0,5	1,0	-0,8	0,8
Repsol	0,7	1,4	0,6	0,9	-0,1	-1,8	-4,2	0,3	1,8	4,1	-8,3	-1,9	0,4	1,0	-0,6	0,4
Santander	0,8	1,5	0,5	1,0	-0,7	-0,4	-3,6	2,1	3,4	4,6	-7,0	0,5	-2,7	3,8	-0,6	0,8
Solchaga Recio & asociados	1,1	1,9	0,5	1,5	-1,2	-0,8	-3,5	0,0	1,5	5,0	-6,5	-4,0	0,4	4,2	-0,6	0,8
<b>CONSENSO (MEDIA)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>
Máximo	1,1	1,9	1,0	1,8	0,0	0,5	-1,8	3,1	4,0	7,1	-5,6	1,2	2,8	6,4	-0,1	1,3
Mínimo	0,5	1,0	0,3	0,9	-1,7	-1,8	-4,8	-0,6	0,4	3,8	-9,6	-4,7	-2,7	0,9	-1,0	0,4
Diferencia 2 meses antes <sup>(1)</sup>	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,8	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
- Suben <sup>(2)</sup>	4	5	1	1	7	3	1	0	5	5	2	2	4	2	3	1
- Bajan <sup>(2)</sup>	0	2	8	4	2	5	11	7	7	3	10	6	5	3	9	10
Diferencia 6 meses antes <sup>(1)</sup>	0,1	--	-0,3	--	0,2	--	-0,9	--	-0,5	--	-1,5	--	0,0	--	-0,4	--
<b>Pro memoria:</b>																
Gobierno (abril 2011)	1,3	2,3	0,9	1,4	-1,3	-0,8	-1,3	2,7	3,2 <sup>(3)</sup>	5,2 <sup>(3)</sup>	-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 (mayo 2011)	0,8	1,5	0,8	1,1	-1,4	-0,3	-3,4	1,8	3,1	4,4	-7,4	0,2	--	--	-0,6	1,0
FMI (abril 2011)	0,8	1,6	1,3	1,4	-1,1	-1,6	-2,7	4,0	--	--	--	--	--	--	-0,1	1,4
OCDE (mayo 2011)	0,9	1,6	0,4	1,6	-1,7	-1,3	-3,4	2,0	--	--	--	--	--	--	-0,9	1,0

<sup>1</sup> Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).<sup>2</sup> Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.<sup>3</sup> Equipo y otros.

Cuadro 1 (continuación)

## PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JUNIO 2011

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y serv.		Producción industrial (PI)		IPC (media anual)		Costes laborales <sup>(5)</sup>		Empleo <sup>(4)</sup>		Paro (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB) <sup>(6)</sup>		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)	9,9	5,7	3,0	3,4	--	--	3,4	1,6	--	--	-0,8	0,5	21,0	20,8	-3,5	-3,5	-6,4	-4,8	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	10,6	6,2	3,7	3,6	--	--	2,9	1,3	2,8	2,6	-0,7	0,7	20,8	20,5	-2,9	-2,4	-6,0	-4,4	
Bankia	8,0	5,6	3,0	4,5	1,9	2,6	3,3	2,0	0,9	1,4	-0,5	0,6	20,4	19,9	-3,2	-3,0	-6,3	-4,8	
CatalunyaCaixa	8,7	6,2	4,3	4,3	--	--	3,4	1,9	--	--	-0,2	0,8	20,6	20,3	--	--	--	--	
Cemex	10,0	8,5	4,9	7,0	2,3	2,8	3,0	1,8	--	--	-0,1	0,5	20,5	20,0	-3,6	-3,0	-6,2	-5,0	
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-LURIC)	8,0	7,0	3,2	3,8	--	--	2,9	1,4	--	--	-0,1	0,8	20,2	19,7	-3,8	-3,5	-6,5	-5,1	
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	8,0	4,3	4,1	4,6	1,2	2,0	2,4	1,9	0,4	1,1	-0,5	0,7	20,6	20,3	-4,0	-4,8	-7,6	-6,9	
Esade	4,0	--	0,5	--	--	--	--	--	--	--	--	--	20,0	--	--	--	--	--	
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	9,9	7,5	2,9	3,4	1,6	3,4	3,5	1,7	1,0	1,2	-1,0	0,5	20,8	20,4	-4,3	-3,9	-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)	7,5	--	3,0	--	1,6	--	3,0	--	1,0	--	-0,5	--	20,4	--	-4,0	--	-6,5	--	
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	10,9	6,0	4,2	2,8	1,4	2,9	3,1	1,6	0,5	1,2	-0,8	0,1	20,9	21,0	-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	-4,9	-3,5	-6,0	-4,8	
La Caixa	13,1	9,0	7,4	6,4	1,7	2,6	3,2	1,7	0,5	1,0	-0,7	0,8	20,8	20,2	-4,3	-3,9	-6,4	-5,2	
Repsol	9,8	6,8	4,4	2,9	1,6	3,0	3,1	1,6	1,1	1,0	-1,0	0,5	20,7	20,3	-4,3	-3,8	-6,1	-4,9	
Santander	7,8	6,2	2,2	4,1	--	--	3,4	1,9	1,4	1,9	-0,5	0,6	20,6	20,3	-4,3	-3,7	-6,2	-4,8	
Solchaga Recio & asociados	9,2	7,1	2,5	3,6	--	--	2,8	1,8	--	--	0,0	0,9	20,3	19,5	-3,7	-3,1	-6,0	-4,5	
CONSENSO (MEDIA)	8,8	6,7	3,4	4,3	1,6	2,8	3,1	1,8	1,1	1,4	-0,5	0,6	20,5	20,2	-3,9	-3,5	-6,4	-5,0	
Máximo	13,1	9,0	7,4	7,0	2,3	3,4	3,5	2,4	2,8	2,6	0,0	1,1	21,0	21,0	-2,9	-2,4	-6,0	-4,4	
Mínimo	4,0	4,3	0,5	2,8	1,2	2,0	2,4	1,3	0,4	1,0	-1,0	0,1	20,0	19,5	-4,9	-4,8	-7,6	-6,9	
Diferencia 2 meses antes <sup>(1)</sup>	1,6	0,4	1,1	0,0	-0,3	-0,2	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	
- Suben <sup>(2)</sup>	13	7	12	2	1	1	9	4	3	1	0	5	9	6	1	4	3	3	
- Bajan <sup>(2)</sup>	0	2	1	8	3	2	3	2	2	2	9	3	1	5	6	4	2	0	
Diferencia 6 meses antes <sup>(1)</sup>	3,4	--	1,6	--	-0,1	--	1,5	--	0,1	--	-0,3	--	0,3	--	-0,2	--	0,2	--	
<b>Pro memoria:</b>																			
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 <sup>(7)</sup>	-2,7 <sup>(7)</sup>	-6,0	-4,4	
Banco de España (marzo 2011)	8,0	6,1	2,7	4,9	--	--	2,9 <sup>(6)</sup>	1,5 <sup>(6)</sup>	1,1	1,5	-0,6	1,0	20,7	20,4	-3,7 <sup>(7)</sup>	-3,7 <sup>(7)</sup>	-6,2	-5,2	
CE (mayo 2011)	7,0	5,8	1,7	3,8	--	--	3,0	1,4	0,9	1,2	-0,6	0,9	20,6	20,2	-4,1	-4,1	-6,3	-5,3	
FMI (abril 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 (mayo 2011)	9,9	8,7	2,9	6,6	--	--	2,9	0,9	--	--	--	--	20,3	19,3	-2,9	-2,3	-6,3	-4,4	

<sup>1</sup> Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).<sup>2</sup> Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.<sup>3</sup> Remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.<sup>4</sup> En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.<sup>5</sup> Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.<sup>6</sup> Deflactor del consumo privado.<sup>7</sup> Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

**PREVISIONES TRIMESTRALES - JUNIO 2011<sup>(1)</sup>**

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 <sup>(2)</sup>	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Consumo hogares <sup>(2)</sup>	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5

<sup>(1)</sup> Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

<sup>(2)</sup> Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

Cuadro 3

**PREVISIONES IPC - JUNIO 2011<sup>(1)</sup>**

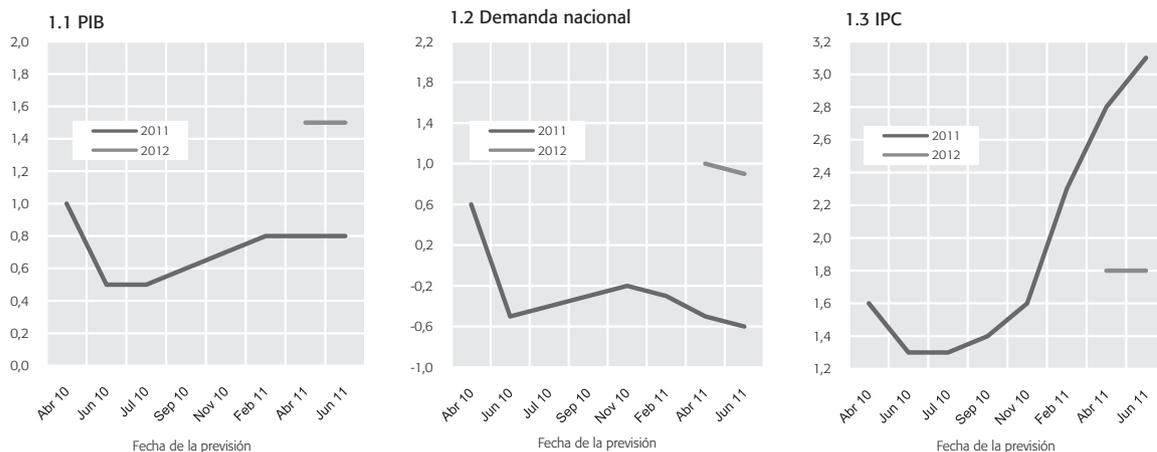
Variación mensual en %				Variación interanual en %	
<i>jun-11</i>	<i>jul-11</i>	<i>ago-11</i>	<i>sep-11</i>	<i>díc-11</i>	<i>díc-12</i>
0,1	-0,7	0,1	0,0	2,3	1,7

<sup>(1)</sup> Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Gráfico 1

**COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE ESPAÑA Y EUROZONA EN 2010**

% sobre total de las exportaciones



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

Cuadro 4

**OPINIONES - JUNIO 2011**

Número de respuestas

	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	<i>Favorable</i>	<i>Neutro</i>	<i>Desfavorable</i>	<i>A mejor</i>	<i>Igual</i>	<i>A peor</i>
Contexto internacional: UE	8	8	1	3	13	1
Contexto internacional: No-UE	15	2	0	3	12	2
	<i>Bajo<sup>(1)</sup></i>	<i>Normal<sup>(1)</sup></i>	<i>Alto<sup>(1)</sup></i>	<i>A aumentar</i>	<i>Estable</i>	<i>A disminuir</i>
Tipo interés a corto plazo <sup>(2)</sup>	6	10	1	15	2	0
Tipo interés a largo plazo <sup>(3)</sup>	2	4	11	6	7	4
	<i>Apreciado<sup>(4)</sup></i>	<i>Normal<sup>(4)</sup></i>	<i>Depreciado<sup>(4)</sup></i>	<i>Apreciación</i>	<i>Estable</i>	<i>Depreciación</i>
Tipo cambio euro/dólar	16	1	0	3	7	7
	Está siendo			Debería ser		
	<i>Restictiva</i>	<i>Neutra</i>	<i>Expansiva</i>	<i>Restictiva</i>	<i>Neutra</i>	<i>Expansiva</i>
Valoración política fiscal <sup>(1)</sup>	17	0	0	15	2	0
Valoración política monetaria <sup>(1)</sup>	3	2	12	0	3	14

<sup>(1)</sup> En relación a la situación coyuntural de la economía española.<sup>(2)</sup> Euríbor a tres meses.<sup>(3)</sup> Rendimiento deuda pública española a 10 años.<sup>(4)</sup> En relación al tipo teórico de equilibrio.

La tasa de inflación, que en los primeros meses de 2011 se había situado en los niveles más elevados de los últimos dos años, se redujo en el mes de mayo, según cifras aún provisionales, hasta el 3,5%. Dichos niveles elevados se explican por el encarecimiento del petróleo y los productos agrícolas en los mercados internacionales, así como por varios efectos escalón derivados de los aumentos de impuestos indirectos y de la tarifa de la electricidad. El índice que recoge el núcleo inflacionista –es decir, excluyendo todos los alimentos y los productos energéticos– se ha movido con una tendencia suavemente ascendente, pero en niveles mucho más reducidos –un 1,7% en abril–, lo que pone de manifiesto la ausencia de tensiones inflacionistas por el lado de la demanda, circunstancia, además, que limita el traslado de los aumentos de costes derivados del encarecimiento de la energía y otras materias primas hacia los precios de los productos finales.

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 y el próximo: un 2,3% y un 1,7% respectivamente, en ambos casos dos décimas porcentuales más que en el Panel anterior. Las tasas medias anuales esperadas, recogidas en el cuadro 1, se sitúan en el 3,1% para 2011 –revisada al alza en tres décimas– y el 1,8% –sin cambios– para 2012.

El comportamiento del empleo en el primer trimestre del año fue algo peor de lo esperado. Las cifras de la CNTR reflejan un recorte en la ocupación superior al registrado en los trimestres anteriores, si bien, en términos de horas trabajadas, se ha producido un notable repunte en el mismo periodo. La EPA arrojó una tasa de paro del 21,3%.

Todos los panelistas esperan un crecimiento anual del empleo nulo o negativo en 2011. La tasa de variación de consenso se sitúa en el -0,5%, dos décimas más negativa que en

**Nueva revisión al alza de la previsión de inflación**

**Las perspectivas para el empleo siguen siendo negativas**

el Panel anterior. Para 2012, sin embargo, todos esperan tasas de crecimiento positivas, con una cifra de consenso del 0,6%, sin cambios con respecto al Panel anterior. En cuanto a la tasa de paro, se ha vuelto a revisar al alza: hasta el 20,5% en 2011 y hasta el 20,2% en 2012.

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 1,3% este año y un 0,9% el próximo, mientras que los CLU experimentarán una variación del -0,2% y del 0,6% en 2011 y 2012, respectivamente.

En el primer trimestre del año han continuado las tendencias observadas en la segunda mitad de 2011: reducción del déficit comercial no energético, que se contrarresta con el incremento del déficit energético, con lo que el déficit total sigue creciendo. Pero, mientras que el pasado año este empeoramiento del déficit comercial se compensó con un aumento del superávit de servicios y con un descenso del déficit de la balanza de rentas, en los primeros meses del ejercicio actual este último ha vuelto a elevarse. Esto, pese a la continuación de la mejora del superávit de servicios, ha supuesto un empeoramiento de la brecha por cuenta corriente, así como de las necesidades de financiación de la economía.

Coherentemente con estos datos, se ha revisado al alza la previsión del déficit por cuenta corriente de este año, hasta el 3,9%, mientras que la del año próximo se mantiene en el 3,5%.

El descenso del déficit del Estado se ha ralentizado en los primeros meses del año, debido a un cambio de signo en la evolución de los ingresos. No obstante, en comparación con las cifras de hace un año, es en torno a un 50% inferior, y no parece que se estén produciendo desviaciones importantes con respecto a lo esperado, aunque no se puede decir lo mismo de las cuentas de las CC.AA.

Pese a ello, no hay cambios en la previsión media o de consenso con respecto al déficit del conjunto de las AA.PP., que se sigue estimando en el 6,4% del PIB para este año, mientras que la previsión para el próximo se ha reducido en una décima (menos déficit), hasta un 5%.

Las opiniones con respecto a la valoración de la situación actual de la UE, igual que en el trimestre anterior, se reparten entre las opciones de favorable y neutra, mientras que la percepción de la situación internacional no-UE es aún más favorable que en la encuesta anterior. En ambos casos se espera mayoritariamente que la situación se mantenga en los próximos seis meses.

Pese al ascenso que han sufrido los tipos de interés a corto plazo en los últimos meses, como consecuencia del cambio de política por parte del BCE, solo hay un panelista que piensa que son altos para las condiciones de la economía española. La gran mayoría sigue opinando que son los normales, y que van a seguir en ascenso.

Los tipos a largo, representados por el rendimiento de la deuda pública española a diez años, se han movido en los últimos meses en torno al 5,3%, aunque con picos que han llegado hasta el 5,7% en los momentos de mayor tensionamiento de la prima de riesgo. La opinión mayoritaria es que son demasiado elevados para las condiciones de la economía española, y que se van a mantener estables.

La opinión de que el tipo de cambio del euro está apreciado es casi unánime entre los panelistas. Pocos esperan que se siga apreciando; la mayoría espera que se mantenga estable o se deprecie.

*Se frena la corrección del déficit exterior*

*Sin cambios en la previsión de déficit del Estado*

*Percepción favorable sobre la situación exterior*

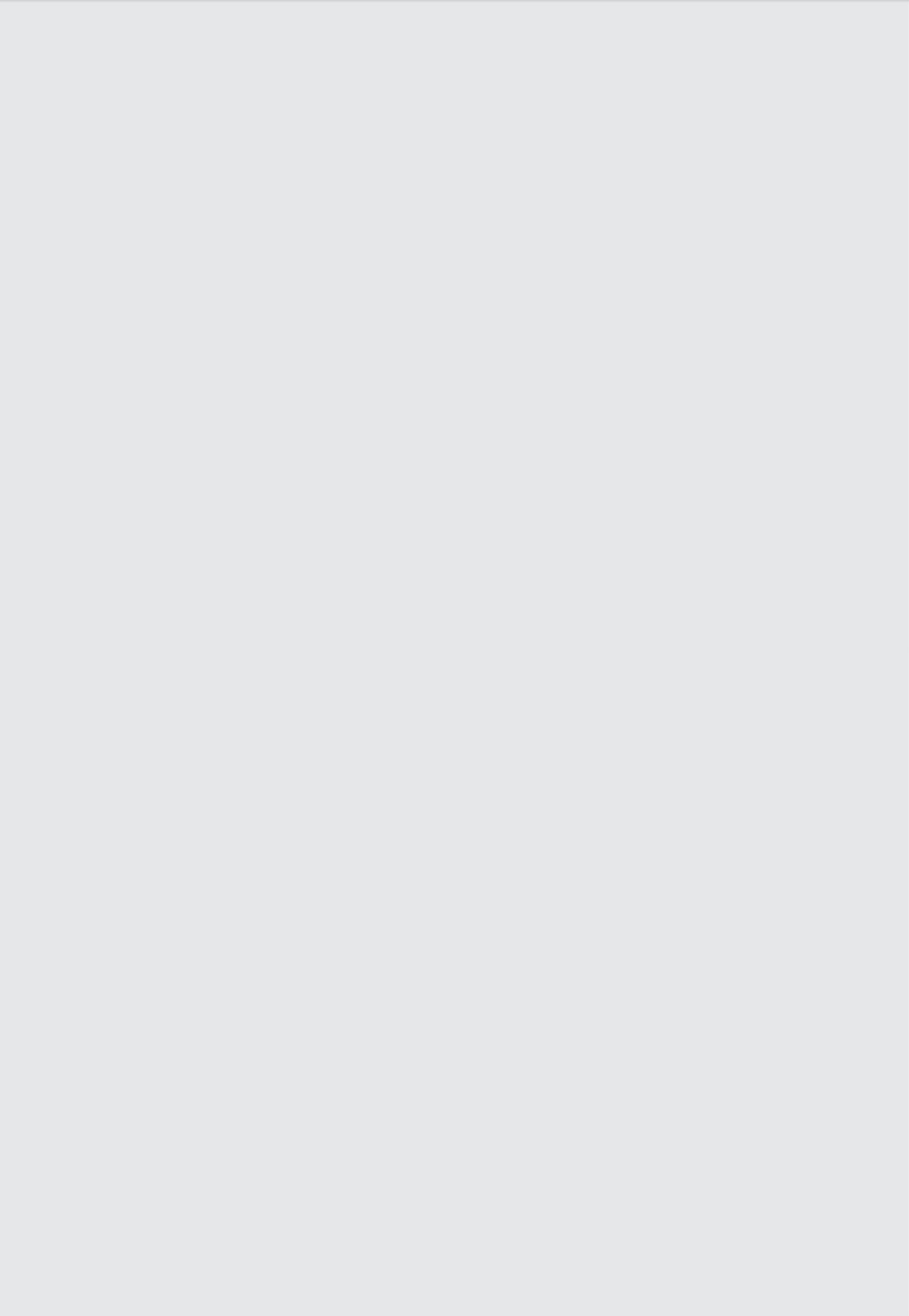
*Los tipos de interés de la deuda pública son demasiado elevados*

*El euro está apreciado*

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.

***La política fiscal  
debe ser restrictiva***

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, aunque cada vez son más los panelistas que piensan que empieza a ser restrictiva para las condiciones de la economía española.



## Previsiones de inflación\*

Los precios crecieron en abril un 1,2%, lo que ha dejado la **tasa interanual de inflación** en el **3,8%**, dos décimas porcentuales más que en el mes anterior. La tasa **armonizada** también se ha elevado en dos décimas, hasta el **3,5%**, lo que supone un **diferencial** con respecto a la zona euro de **0,7 pp**. La tasa **subyacente** se ha incrementado en 0,4 pp, hasta el **2,1%**, mientras que el **núcleo inflacionista**, que excluye todos los alimentos (elaborados y no elaborados) y la energía, se ha situado en el **1,7%**, también 0,4 pp más que en el mes anterior.

El resultado ha sido superior al previsto, debido a que las tasas de inflación de los grupos que integran el índice subyacente han aumentado más de lo que se había estimado. En el caso de los componentes excluidos del subyacente (alimentos no elaborados y productos energéticos), las desviaciones con respecto a lo previsto han sido a la baja y al alza respectivamente, aunque en ambos casos la dirección del movimiento ha sido la esperada.

Cuadro 1

### IPC ABRIL 2011: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

	Marzo 2011	Abril 2011		
	Observado	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	3,6	3,8	3,6	0,2
1.2. Inflación subyacente	1,7	2,1	1,9	0,2
1.2.1 Alimentos elaborados	3,7	4,5	4,2	0,3
1.2.2 BINE	0,7	0,9	0,7	0,2
1.2.3 Servicios	1,7	2,2	2,0	0,2
1.3. Alimentos sin elaboración	3,1	2,4	2,9	-0,5
1.4. Productos energéticos	18,9	17,7	17,5	0,2

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

\* IPC abril 2011 – previsiones hasta diciembre 2011 (12 de mayo de 2011).

Todos los grupos que integran el índice subyacente han experimentado incrementos en sus tasas interanuales de inflación. La de los **alimentos elaborados** se ha situado en el 4,5%, con subidas en prácticamente todos sus componentes, aunque destacan las registradas en harinas y cereales, leche y productos lácteos, café y azúcar. Estos componentes están recogiendo con retraso las subidas pasadas de precios de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales, los cuales se han movido, en general, a la baja en los dos últimos meses, desde los máximos alcanzados en febrero.

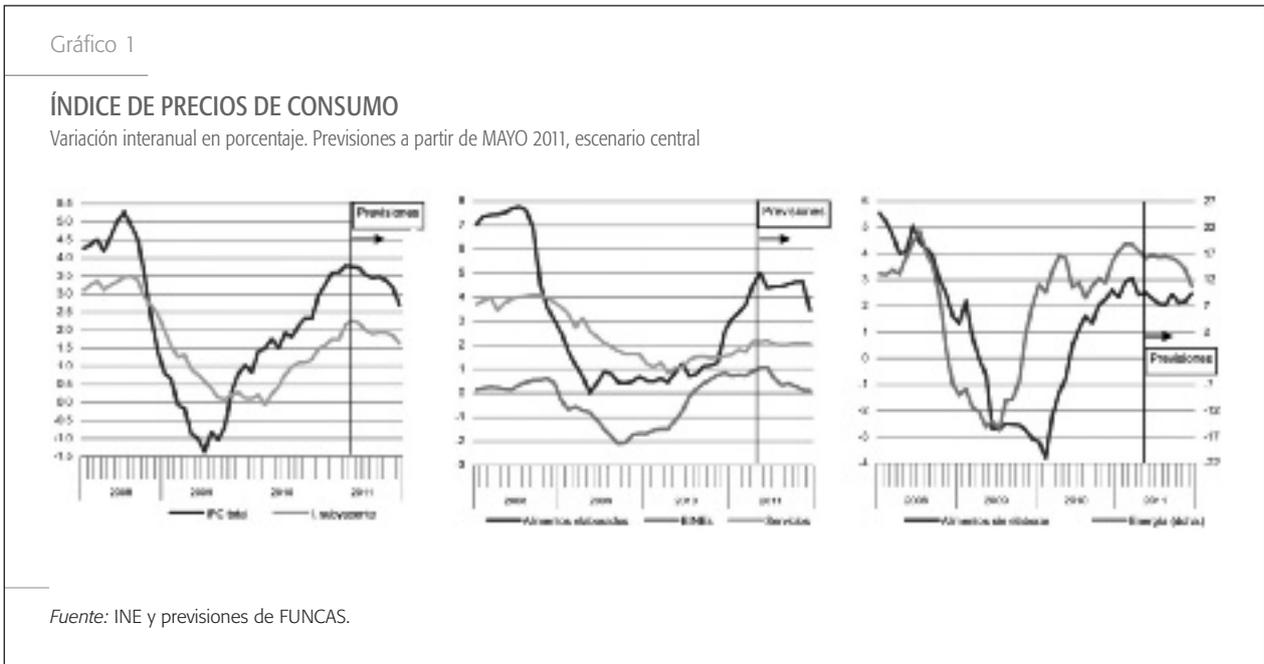
La tasa interanual de los **bienes industriales no energéticos** ha roto la estabilidad de los últimos meses y se ha incrementado en dos décimas porcentuales hasta el 0,9%, mientras que la de los **servicios** se ha elevado en 0,5 pp, en parte como consecuencia del diferente calendario de Semana Santa. Esto último se refleja en el fuerte ascenso de la inflación en viajes organizados y en hoteles. No obstante, este índice presenta desde hace un año una tendencia suave pero constante al alza que refleja la suavización de las presiones a la baja como consecuencia de la estabilización del consumo.

Las tasas de inflación de los componentes más volátiles, **alimentos no elaborados** y **productos energéticos**, se han reducido hasta el 2,4% y 17,7% respectivamente. El incremento de la tasa de inflación en abril ha respondido, por tanto, exclusivamente a los componentes sub-

yacentes, concretamente a los servicios (el incremento de los precios de servicios relacionados con el turismo explica una décima de las dos de subida que ha registrado el índice general) y al reflejo retardado de las subidas de precios de los productos agrícolas en los alimentos elaborados, los cuales explican la otra décima del aumento de la inflación total en el mes.

Las previsiones para el resto del año se han ajustado para tener en cuenta las evoluciones más recientes. Las estimaciones relativas al índice general apenas experimentan variaciones: siempre que el precio del petróleo no siga ascendiendo, la tasa de inflación habría tocado techo en abril, esperándose una tendencia a la baja a partir de julio (cuando empiece a desaparecer el escalón introducido por el aumento del IVA) que la llevaría al 2,8% en diciembre. La tasa media anual se situaría en el 3,5%. No obstante, la composición por grupos sí ha registrado modificaciones, con un ascenso de la tasa de inflación esperada en el índice subyacente y un descenso en la de los productos energéticos.

En un escenario de continuación de la subida del precio del petróleo, la tasa interanual de diciembre sería del 3,6%, sin cambios con respecto a las anteriores previsiones, mientras que en un escenario alternativo de descensos en las cotizaciones del crudo la interanual de diciembre esperada se ha elevado hasta el 2,1%.



## Cuadro 2.- PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

Año	Mes	1. IPC total (a)		1.1. IPC subyacente (a)		1.1.1. Alimentos elaborados		1.1.2. B. Indist. no energét.		1.1.1.1. Servicios totales		1.2. Alimentos no elaborados		1.3. Plus. energéticos (*)	
		12-05-2011		12-05-2011		12-05-2011		12-05-2011		12-05-2011		12-05-2011		12-05-2011	
		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	1,5	-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	-1,5	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	1,2	3,6	1,3	2,1	0,4	4,5	2,9	0,9	0,5	2,2	-0,1	2,4	1,7	17,7
	Mayo	0,2	3,7	0,3	2,3	0,4	5,0	0,8	1,0	-0,1	2,1	0,1	2,5	-0,5	16,3
	Junio	0,2	3,7	0,2	2,2	0,4	4,4	-0,1	1,1	0,3	2,2	0,3	2,3	0,0	16,9
	Julio	-0,6	3,5	-0,9	2,0	0,2	4,4	-3,8	0,6	0,7	2,0	0,4	2,1	0,8	16,5
	Agosto	0,2	3,4	0,2	1,9	0,2	4,5	-0,4	0,3	0,5	2,0	0,6	2,0	0,0	16,7
	Septiembre	0,1	3,5	0,1	1,9	0,2	4,6	1,1	0,4	-0,7	2,0	0,4	2,4	0,0	16,4
	Octubre	0,8	3,4	0,9	1,9	0,1	4,6	2,8	0,3	-0,1	2,1	0,0	2,1	0,7	15,6
	Noviembre	0,4	3,2	0,4	1,9	0,2	4,7	1,4	0,1	-0,2	2,1	0,2	2,2	0,0	14,3
	Diciembre	0,1	2,7	0,1	1,6	0,3	3,5	-0,3	0,1	0,3	2,0	0,9	2,5	0,0	11,2
	Media anual	--	3,4	--	1,9	--	4,2	--	0,6	--	2,0	--	2,4	--	16,4

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 ade-

lantado 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: 10-06-11									
Indicador	2009	2010	2011(2)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS (1)		
							2011	2012	
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario) .....	-3,7	-0,1	0,8	0,6	0,8	I T.11	0,9	1,5	
- Demanda nacional (3) .....	-6,4	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	I T.11	-0,9	0,4	
- Saldo exterior (3) .....	2,7	1,0	1,4	1,2	1,4	I T.11	1,8	1,1	
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros) .....	1053,9	1062,6	270,6	267,9	270,6	I T.11	1085,9	1116,5	
2.- IPI (filtrado calendario) .....	-15,8	0,8	1,0	-0,4	-1,6	abr-11	1,6	3,4	
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional) .....	-6,6	-2,4	-1,4	-1,4	-1,4	I T.11	-1,0	0,5	
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.) .....	18,0	20,1	20,8	20,5	20,8	I T.11	20,8	20,4	
5.- IPC - Total .....	-0,3	1,8	3,6	3,8	3,5	may-11	3,6	1,7	
5.b.- IPC - Inflación subyacente .....	0,8	0,6	1,8	1,7	2,1	abr-11	1,8	1,4	
6.- Deflactor del PIB .....	0,6	1,0	1,8	1,4	1,8	I T.11	1,3	1,3	
7. Coste laboral por unidad producida .....	1,0	-1,5	-1,2	-2,3	-1,2	I T.11	-0,9	0,2	
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:									
- millones euros, media mensual .....	-4540,1	-3991,0	-5905,0	-5400,6	-5739,3	mar-11	-3890,2	-4048,5	
- % del PIB .....	-5,2	-4,5	-6,7	-3,3	-6,7	I T.11	-4,3	-4,4	
9.- Déficit/superávit público (total A.A.P.P., % del PIB) .....	-11,13	-9,25	--	-10,1	-9,2	IV T.10	-6,5	-4,9	
10.- Euríbor a tres meses (%) (2) .....	1,23	0,81	1,21	1,32	1,43	may-11	1,5	2,4	
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) (2) .....	3,97	4,25	5,31	5,33	5,32	may-11	5,2	4,8	
12.- Tipo de cambio: dólares por euro (2) .....	1,393	1,327	1,396	1,444	1,435	may-11	1,417	1,401	
- % variación interanual .....	-5,3	-4,8	3,4	7,7	7,0	may-11	0,8	-1,1	
13. Financiación a empresas y familias (4) .....	-8,7	-22,6	-21,4	-34,7	-32,5	abr-11	--	--	
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4) .....	1111,3	1003,73	1066,4	1105,3	1066,4	may-11	--	--	

(1) Medias del período.

(2) Media del período para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el período disponible) e Índice de Bolsa de Madrid (dato del último día de cada período). 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 período.

Fuentes: MH, MTAS, INE y Banco de España.

\* La página web de FUNCAS (<http://www.funcas.es>) incluye actualizados "Los 100 principales indicadores de la economía española".

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM						
Fecha de actualización: 10-06-11						
	2008	2009	2010	2011 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre
<b>A. CONVERGENCIA NOMINAL</b>						
<b>1. Inflación</b> .....						
España	4,1	-0,2	2,0	3,0	2,7	3,4 may-11
(IPCA, % var. anual)						
UEM	3,3	0,3	1,6	2,6	2,1	2,7 may-11
UE-27	3,7	1,0	2,1	3,0	2,5	3,1 abr-11
3 mejores UE	2,5	-0,9	-0,7	--	0,8	1,6 abr-11
<b>2. CLU, total economía</b> .....						
España	4,9	1,0	-1,5	-0,4	-1,6	-1,2 I T.11
(% var. anual)						
UEM	3,6	4,0	-0,5	0,8	-0,5	0,5 IV T.10
UE-27	3,8	4,3	-0,2	0,9	-0,2	0,3 IV T.10
<b>3. Déficit público</b> .....						
España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,3	-9,2	-- IV T.10
(% PIB)						
UEM	-2,0	-6,3	-6,0	-4,3	-6,0	-- IV T.10
UE-27	-2,4	-6,8	-6,4	-4,7	-6,4	-- IV T.10
<b>4. Deuda pública</b> .....						
España	39,8	53,3	60,1	68,1	60,1	-- IV T.10
(% PIB)						
UEM	69,9	79,3	85,4	87,7	85,1	-- IV T.10
UE-27	62,3	74,4	80,2	82,3	80,0	-- IV T.10
<b>5. Tipos deuda 10 años</b> .....						
España	4,4	4,0	4,3	--	4,8	5,3 may-11
(%)						
UEM	4,4	4,0	3,8	--	4,0	4,4 may-11
UE-15	4,3	3,8	3,5	--	3,7	4,3 abr-11
<b>B. CONVERGENCIA REAL</b>						
<b>6. Crecimiento del PIB</b> .....						
España	-0,6	-6,4	-0,1	0,8	0,4	0,8 I T.11
(% var. anual)						
UEM	0,2	-4,1	0,9	1,6	1,7	2,5 I T.11
UE-27	0,3	-4,1	1,3	1,8	1,8	2,5 I T.11
<b>7. PIB per cápita</b> .....						
España	103,2	103,4	--	--	--	--
(PPA, UE-27=100)						
UEM	109,2	108,9	--	--	--	--
<b>8. Crecimiento del empleo</b> ....						
España	-0,4	-6,6	-2,4	-0,6	-1,7	-1,4 I T.11
(% var. anual)						
UEM	0,6	-2,0	-0,5	0,3	-0,5	0,2 IV T.10
UE-27	0,7	-1,9	-0,3	0,4	-0,5	0,2 IV T.10
<b>9. Tasa de paro</b> .....						
España	11,3	18,0	20,1	20,6	20,5	20,7 abr-11
(% poblac. activa)						
UEM	7,6	9,6	10,1	10,0	10,0	9,9 abr-11
UE-27	7,1	9,0	9,6	9,5	9,6	9,4 abr-11
<b>10. Tasa de ocupación</b> .....						
España	64,3	59,8	58,6	--	58,6	58,4 IV T.10
(% poblac. 15-64 años)						
UEM	66,1	64,7	64,2	--	64,2	64,3 IV T.10
UE-27	65,9	64,6	64,2	--	64,2	64,2 IV T.10

(1) Previsiones de la Comisión Europea (primavera 2011).  
Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, BCE, OCDE, BE e INE.

#### **Crterios 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: 10-06-11

	1.-PIB (c.v.e. y calendario laboral)						2.-Demanda interna (c.v.e. aportac. al crec. PIB)							
	Media			Penúlt.	Último	Prev.	Media			Penúlt.	Último	Prev.		
	1983-2010	2009	2010 (1)	dato	dato	2011 (2)	1983-2010	2009	2010 (1)	dato	dato	2011 (2)		
Alemania	1,8	-1,5	2,3	3,8	4,8	I T.11	2,6	1,6	-1,5	2,3	3,6	3,2	I T.11	2,3
Francia	2,0	-2,5	1,1	1,4	2,2	I T.11	1,8	1,9	-2,5	1,1	0,9	2,8	I T.11	1,9
Italia	1,6	-4,0	1,8	1,5	1,0	I T.11	1,0	1,6	-4,0	1,8	2,3	2,5	IV T.10	0,7
Reino Unido	2,4	-5,7	2,3	1,5	1,8	I T.11	1,7	2,7	-5,7	2,3	2,8	0,5	I T.11	0,4
España	2,8	-6,4	-0,1	0,6	0,8	I T.11	0,8	3,1	-6,4	-1,1	-0,6	-0,6	I T.11	-0,6
UEM	2,0	-3,3	0,9	2,0	2,5	I T.11	1,6	1,9	-3,3	0,9	1,5	1,9	I T.11	0,9
UE-27	2,1	-4,1	1,3	2,2	2,5	I T.11	1,8	2,1	-4,1	1,3	2,0	1,8	I T.11	1,0
EE.UU.	3,0	-3,7	3,3	2,8	2,3	I T.11	2,6	3,1	-3,7	3,3	3,3	2,8	I T.11	2,6
Japón	2,0	-4,1	1,9	2,4	-0,7	I T.11	0,5	1,9	-4,1	1,9	1,6	-0,8	I T.11	0,7
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), primavera 2011. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.													

	3.-Producción industrial (corregido calendario)						4.-Precios de consumo							
	Media			Penúlt.	Último		Media			Penúlt.	Último	Prev.		
	1983-2010	2009	2010	2011 (1)	dato	dato	1983-2010	2010	2011 (1)	dato	dato	2011 (2)		
Alemania	1,9	-16,3	11,2	12,0	13,8	10,9	mar-11	1,9	1,2	2,3	2,7	2,4	may-11	3,0
Francia	0,8	-12,7	6,1	4,7	6,2	3,3	mar-11	2,7	1,7	2,1	2,2	2,2	abr-11	2,2
Italia	0,6	-18,8	6,5	2,0	2,4	3,1	mar-11	4,4	1,6	2,6	2,9	3,0	may-11	2,6
Reino Unido	0,7	-10,1	2,7	3,7	5,2	2,3	feb-11	3,2	3,3	4,2	4,1	4,5	abr-11	4,1
España	1,0	-16,2	1,0	1,7	-0,4	-1,6	abr-11	4,7	2,0	3,3	3,5	3,4	may-11	3,0
UEM	1,4	-15,1	7,7	6,3	7,7	5,2	mar-11	3,0	1,6	2,6	2,8	2,7	may-11	2,6
UE-27	1,3	-14,4	6,9	5,8	7,1	4,4	mar-11	3,7	2,1	3,0	3,1	3,2	abr-11	3,0
EE.UU.	2,3	-11,2	5,4	5,3	5,3	5,0	abr-11	3,0	1,6	2,4	2,7	3,2	abr-11	2,5
Japón	1,5	-21,3	15,4	-2,5	-13,1	-12,8	abr-11	0,7	-0,7	0,1	0,0	0,3	abr-11	0,2
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. Fuente: Eurostat.						(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2011. Eurostat (IAPC) y MEH.							

	5.- Empleo (Cont. Nac.)						6.- Tasa de paro (% poblac. activa)							
	Media			Penúlt.	Último	Prev.	Media			Penúlt.	Último	Prev.		
	1983-2010	2009	2010 (1)	dato	dato	2011 (2)	1983-2010	2010	2011 (1)	dato	dato	2011 (2)		
Alemania	0,7	0,0	0,5	1,1	1,4	I T.11	0,9	7,7	7,1	6,3	6,2	6,1	abr-11	6,4
Francia	0,5	-1,2	0,1	0,8	1,0	I T.11	0,8	9,5	9,7	9,5	9,5	9,4	abr-11	9,5
Italia	0,5	-1,7	-0,7	-0,1	0,3	IV T.10	0,1	9,0	8,4	8,2	8,3	8,1	abr-11	8,4
Reino Unido	0,7	-1,6	0,2	1,0	0,8	IV T.10	0,4	7,6	7,8	7,6	7,6	7,6	feb-11	8,0
España	1,5	-6,6	-2,4	-1,4	-1,4	I T.11	-0,6	14,3	20,1	20,6	20,7	20,7	abr-11	20,6
UEM	0,7	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	IV T.10	0,3	9,0	10,1	9,9	9,9	9,9	abr-11	10,0
UE-27	0,7	-1,8	-0,3	-0,1	0,2	IV T.10	0,4	8,9	9,6	9,5	9,5	9,4	abr-11	9,5
EE.UU.	1,2	-3,7	-0,6	0,5	0,6	I T.11	0,8	6,1	9,6	8,9	9,0	9,1	may-11	8,6
Japón	0,2	-1,6	-0,6	0,1	0,1	I T.11	-0,2	3,6	5,1	4,7	4,6	4,7	abr-11	4,9
Notas y Fuentes:	(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2011. Comisión Europea e Institutos de Estadística de los países.						(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2011. 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: 19-06-11

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 1993-2010	2009	2010	Prev. 2011 (1)	Media 1993-2010	2009	2010	Prev. 2011 (1)	Media 1993-2010	2009	2010	Prev. 2011 (1)
Alemania	-2,1	-3,0	-3,3	-2,0	54,9	73,5	83,2	82,4	2,2	5,0	5,1	4,7
Francia	-3,4	-7,5	-7,0	-5,8	52,3	78,3	81,7	84,7	-0,7	-2,9	-3,5	-3,9
Italia	-6,8	-5,4	-4,6	-4,0	104,7	116,1	119,0	120,3	-0,5	-3,0	-4,2	-3,5
Reino Unido	-3,3	-11,4	-10,4	-8,6	46,3	69,6	80,0	84,2	-1,9	-1,7	-2,5	-1,2
España	-3,5	-11,1	-9,2	-6,3	50,0	53,3	60,1	66,1	-3,2	-5,5	-4,5	-4,1
UEM	-3,6	-6,3	-6,0	-4,3	65,5	79,3	85,4	87,7	0,2	-0,6	-0,4	-0,2
UE-27	-3,4	-6,8	-6,4	-4,7	61,2	74,4	80,2	82,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,2
EE.UU.	-3,8	-11,2	-11,2	-10,0	65,3	84,7	92,0	98,3	-2,9	-2,7	-3,3	-4,0
Japón	-3,9	-8,7	-9,3	-9,7	124,1	217,6	223,1	236,1	2,9	2,8	3,5	1,4
Notas y Fuentes:	(1) Previsiones Comisión Europea, primavera 2011. Eurostat, Comisión Europea y FMI.											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 1993-2010	Media 2010	Media 2011	Mar 2011	Abr 2011	May 2011	Media 1993-2010	Media 2010	Media 2011	Mar 2011	Abr 2011	May 2011
Alemania	4,52	0,67	1,06	1,07	1,25	1,30	5,70	2,78	3,22	3,24	3,36	3,13
Francia	6,11	0,81	--	--	--	--	6,76	3,12	3,58	3,61	3,69	3,49
Italia	7,52	0,81	--	--	--	--	8,66	4,03	4,78	4,80	4,84	--
Reino Unido	7,28	0,57	0,72	0,71	0,75	0,75	7,28	3,56	3,70	3,67	3,68	3,41
España	8,03	0,86	1,15	1,17	1,31	1,43	8,51	4,25	5,31	5,28	5,33	5,32
UEM	6,28	0,81	1,15	1,18	1,32	1,43	7,15	3,79	4,39	4,49	4,66	4,37
UE-15	6,44	0,78	1,11	1,13	1,25	1,34	7,17	3,52	4,15	4,15	4,28	--
EE.UU.	5,19	0,40	0,33	0,34	0,32	0,26	6,55	3,23	3,48	3,44	3,47	3,19
Japón	2,45	0,11	0,12	0,11	0,14	0,12	3,44	1,18	1,26	1,25	1,27	1,14
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				% var. anual últ. dato		13.- Tipos de cambio				% var. anual últ. dato
	Fin de período			%			Media de datos diarios				
	2010	Abr 2011	May 2011				1993-2010	2010	Abr 2011	May 2011	
NYSE (Dow Jones)	11577,5	12810,54	12569,79	24,0	\$ por 1 euro	1,148	1,327	1,444	1,435	14,2	
Tokio (Nikkei)	10228,9	9649,74	9993,73	-0,8	¥ por 1 euro	145,8	116,4	120,4	116,5	0,6	
Londres (FT-SE 100)	5971,0	6069,90	5989,99	15,4	£ por 1 dólar	131,7	87,8	83,4	81,2	-11,9	
Francofron (Dax-Xetra)	6914,2	7514,46	7293,69	22,3	Tipo efec. euro (1)	100,1	104,8	107,0	106,0	3,1	
París (CAC 40)	3850,8	4106,92	4006,94	14,2	Tipo efec. \$ (1)	93,4	79,1	73,2	73,2	-11,2	
Madrid (Ibex 35)	9859,1	10878,90	10476,00	11,9	Tipo efec. ¥ (1)	102,6	120,7	120,7	124,3	5,2	
Notas y Fuentes:	Datos de fin de período. 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	Abr 2011	May 2011	% var. anual últ. dato	Media 1995-2010	Media 2010	Abr 2011	May 2011	% var. anual últ. dato
Índice "The Economist", 2009=100: - Total	107,4	170,4	229,9	217,9	40,5	104,9	156,2	197,9	197,9	23,0
- Alimentos	109,4	175,7	230,2	225,5	43,8	105,5	151,4	198,2	198,2	25,9
- Prod. industriales	97,7	164,8	229,5	210,1	37,1	104,2	162,6	201,1	201,1	20,0
Petróleo Brent, \$ ó euros/barril	43,9	79,5	123,6	115,2	52,1	31,6	60,0	85,6	80,3	33,3
Fuente:	"The Economist". Los datos en euros están obtenidos aplicando el tipo medio mensual eurodólar.									

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 100. Treinta años de análisis financiero  
N.º 101. Cuestiones fiscales de las entidades de crédito

#### 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 220. 2010: Un proceso dispar de recuperación autonómica  
N.º 221. Sin novedad en el débil frente de la recuperación

#### 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
<input type="checkbox"/> Papeles de Economía Española.....	55,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> Perspectivas del Sistema Financiero .....	48,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> Cuadernos de Información Económica.....	66,00
Números sueltos .....	13,00
<input type="checkbox"/> Panorama Social (dos números) .....	25,00
Números sueltos .....	15,00
<input type="checkbox"/> 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 .....

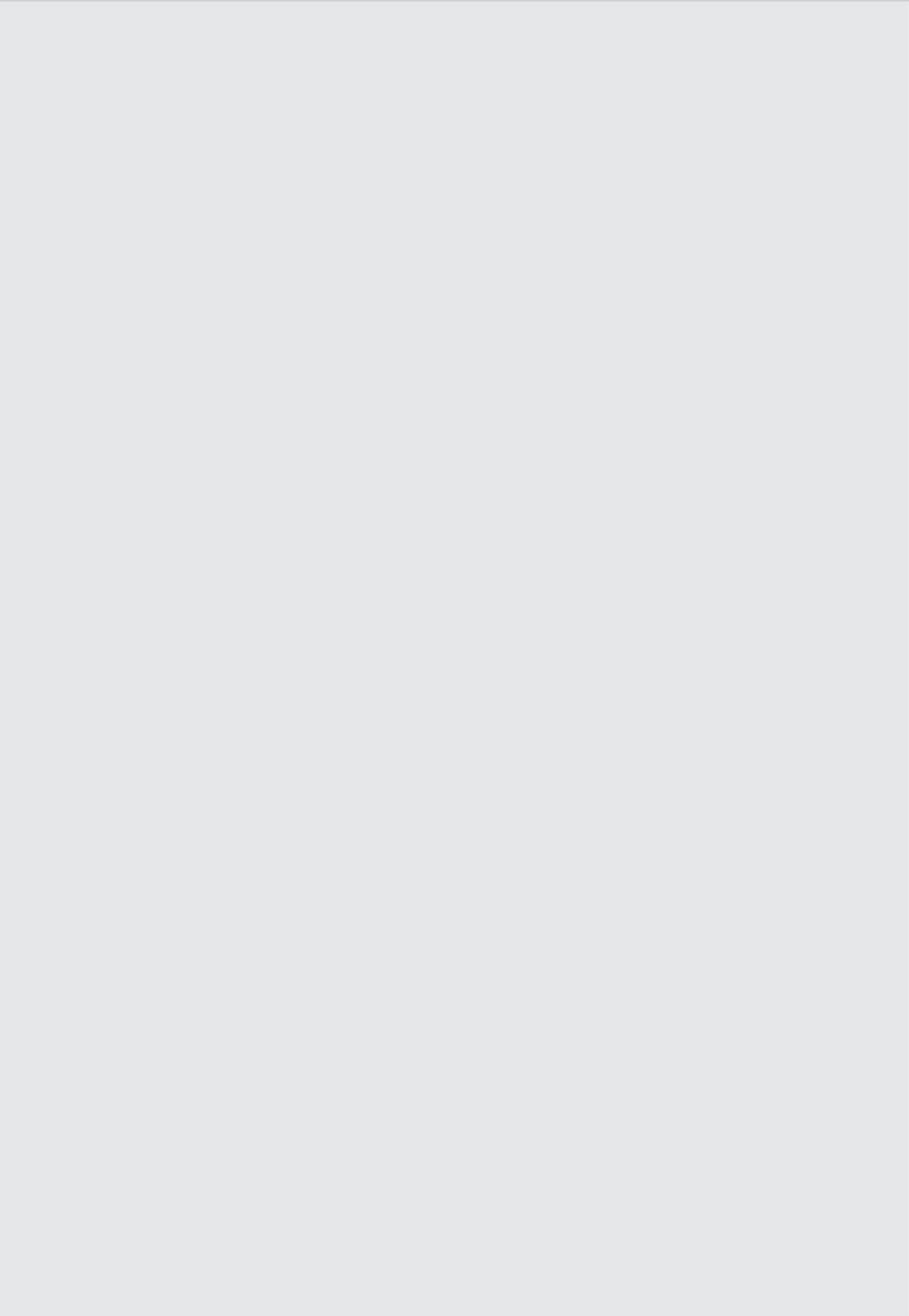
- Domiciliación bancaria

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





# INVIERTE EN LA RIOJA 100% ÉXITO

## PAZ SOCIAL

El Acuerdo Social por la Productividad y el Empleo se mantiene vigente desde 2005. En 2009 se renovó hasta 2011.

## EMPLEO

La Rioja es la 4ª Comunidad con menos desempleo, a más de 3 puntos de distancia de la media nacional.

## INNOVACIÓN

Desde 1997, La Rioja ha multiplicado por 2,7 su inversión en I+D respecto a su PIB.

## EXPORTACIONES

En los últimos 5 años, La Rioja ha aumentado sus exportaciones un 21,32%.

## ESTABILIDAD LABORAL

La Rioja es la 2ª CCAA con mayor porcentaje de trabajadores con un contrato indefinido, un 79,8%.

## SUELO INDUSTRIAL

4 millones de metros cuadrados de suelo industrial planificados para los próximos años con unos precios competitivos y unas interesantes condiciones de seguridad y ahorro energético.



**Gobierno  
de La Rioja**

TARJETA REGALO CAJASTUR

# El regalo perfecto para cada ocasión



Un cumpleaños, un aniversario, una boda, porque sí...

Una tarjeta cargada con la cantidad de dinero que usted desee, especialmente pensada para que quien la reciba, sea o no cliente de Cajastur, pueda comprar lo que quiera, donde quiera y cuando quiera.

Infórmese en nuestras oficinas o en el  
☎ 902 105 005

cajAstur 