

# Cuadernos

de Información Económica

# 228

MAYO/JUNIO  
2012

## Modelos de crecimiento. Una diversidad polémica

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

La reforma del IVA

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

BEI: protagonista  
en la crisis de la UE

### SISTEMA FINANCIERO

La ayuda financiera  
de la UE a la  
banca española

### ACTUALIDAD SOCIAL

Los españoles  
continúan confiando  
en la UE

Resumen de prensa  
Indicadores financieros  
Indicadores de coyuntura  
y previsiones



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



*Construir un mundo mejor  
es un premio para todos*

**Repsol, reconocida como la empresa de petróleo y gas más sostenible del mundo.**



Repsol ha obtenido la máxima calificación otorgada por el índice Dow Jones de sostenibilidad en los criterios de transparencia, gestión medioambiental, biodiversidad, estrategia frente al cambio climático, combustibles limpios, desarrollo del capital humano y compromiso con la comunidad.

Más información en [repsol.com](http://repsol.com)



**REPSOL**

*Inventemos el futuro*

# Cuadernos

---

*de* Información Económica

228

MAYO/JUNIO  
2012

---



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# Cuadernos

---

## de Información Económica

### EDITOR

Fernando Pampillón Fernández

### CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director)

Santiago Carbó Valverde

M<sup>º</sup> Jesús Fernández Sánchez

Ángel Laborda Peralta

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 estos, 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

Maquetación: **Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS)**

Impresión: **ADVANTIA, S.A.**  
Pol. Ind. Los Olivos. Formación, 16. 28906 Getafe (Madrid)  
Tel.: 91 471 71 00

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

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

Victorio Valle Sánchez



## PRESENTACIÓN

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

- Página 1 **Efectos recaudatorios y distributivos en 2012 de algunas opciones de reforma del IVA. Impacto sobre el sector de los hogares**  
*José Félix Sanz-Sanz y Desiderio Romero-Jordán*
- 5 **Los planes económico-financieros de saneamiento de las comunidades autónomas en el contexto de consolidación presupuestaria**  
*Alfonso Utrilla de la Hoz*
- 13 **La Balanza de Pagos en España en 2011**  
*César Martín Machuca y Patrocinio Tello*
- 25 **Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Novedades 2011 - 2012**  
*Valentín Pích Rosell*

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 31 **De la vieja Europa keynesiana a la nueva Europa alemana**  
*Francisco Cabrillo*
- 35 **El programa de crecimiento de François Hollande**  
*Alfonso Carbajo Isla*
- 41 **Estados Unidos: una recuperación económica incompleta**  
*Ferran Casadevall Massuet*
- 47 **El Banco Europeo de Inversiones en la estrategia de crecimiento de la Unión Europea**  
*Magdalena Álvarez Arza*
- 53 **Informes de los organismos económicos internacionales**  
*Resumen de la redacción de Cuadernos*
- 57 **Resumen de prensa**
- 57 **Comentario de actualidad**, *Ramon Boixareu*
- 59 **La información económica en la prensa internacional**

## SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

- Página 81 **Saneamiento, ayuda financiera europea y valoración de necesidades de capital en el sector bancario español**  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 87 **Sobre la semejanza de las cajas españolas a las italianas en su proceso de reforma**  
*Gaspar Ariño Ortiz y Myriam García Pérez*
- 95 **Impacto de la prima de riesgo en la economía española**  
*Juan Carlos Ureta*
- 101 **Panorámica empresarial**  
*Carlos Humanes*
- 105 **Indicadores financieros**  
*Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS*

## ACTUALIDAD SOCIAL

- Página 111 **Más Europa, aunque sin gran entusiasmo. La opinión de los españoles ante la Unión Europea**  
*María Miyar Busto y María Ramos Martín*

## OTRAS COLABORACIONES

- Página 123 **Terence W. Hutchison (1912-2007)**  
*Salvador Almenar*

## INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

*Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS*

- Página 129 **Previsiones económicas para España 2012-2013**
- 133 **Panel de previsiones de la economía española**
- 141 **Previsiones de inflación**
- 145 **Principales indicadores de la economía española**
- 146 **Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM**
- 147 **Indicadores básicos de la economía internacional**

**S**i meteorológicamente hablando las tormentas primaverales han dejado paso a los rigores veraniegos, desde la óptica económica se observa, con preocupación, que las grandes economías europeas están ya en recesión o caminan hacia ella, y en el horizonte no se vislumbran señales de que las cosas vayan a mejorar pronto. Añádase a esto la compleja coyuntura que están viviendo los países periféricos, con primas de riesgo de su deuda soberana muy elevadas e índices de sus bolsas en mínimos, para comprender las dificultades que están teniendo para cubrir sus cuantiosas necesidades financieras.

Para estos países, el problema y la solución es Europa o como expresan los españoles en las encuestas, y recoge un artículo de este número, se necesita más Europa.

Vista la situación, los contenidos de este *Cuadernos* se relacionan, con la Unión Europea.

En primer lugar, al examinar los modelos de crecimiento que en estos momentos se debaten en su seno y compararlos con el que se sigue al otro lado del Atlántico, o el papel que juega el BEI como institución financiera del Viejo Continente.

En segundo término, y ya con una carácter más nacional, aunque muy relacionado con la UE, otros artículos de este número inciden en el objetivo de consolidación fiscal marcado por las autoridades europeas y aceptado por el Gobierno español, la evolución del endeudamiento público y los efectos de la prima de riesgo sobre nuestra economía, la ayuda financiera europea a los bancos españoles o la posición de la opinión pública nacional respecto a la UE.

Completan el sumario otros temas de actualidad que se sintetizan en esta presentación y se incluyen en toda su amplitud en las páginas de este *Cuadernos*.

---

## Sobre los modelos de crecimiento y el BEI

En los últimos meses, parece existir un amplio consenso sobre la necesidad de impulsar el crecimiento en Europa. Sin embargo, cuando se entra en el análisis de las fórmulas e instrumentos para llevarlo a cabo, el acuerdo ya no es tan amplio. Bueno será, por tanto, bajar a los detalles y examinar e interpretar correctamente el tipo de política de crecimiento a la que nos estamos refiriendo.

Comenzando por el **modelo alemán**, en un creciente número de países europeos han arreciado recientemente las críticas respecto a su posición sobre la austeridad y el crecimiento.

El catedrático de la Universidad Complutense **Francisco Cabrillo** considera, en su artículo, que este es un debate sin una solución consensuada en la larga historia del pensamiento económico, y que no ha sabido resolver ni la Unión Europea ni la Monetaria.

Para el profesor Cabrillo, la estabilidad fiscal es una condición imprescindible y las propuestas alemanas de austeridad van en esa dirección, si bien él también se plantea la existencia de problemas de competencia institucional en el seno de la UE, que no favorecen una mayor

flexibilidad de los mercados- lo que está haciendo más lento el proceso de ajuste en algunos países- y el objetivo de lograr una mayor armonización tributaria- que restringe la reducción del impuesto de sociedades como fórmula para atraer inversiones a países que están en peores condiciones.

Otro modelo es el francés, si bien a falta de un periodo más largo de gobierno que permita conocer las líneas de la política económica del nuevo Presidente François Hollande, es inevitable recurrir a su programa electoral presentado en enero de este año, que establece en sesenta puntos sus compromisos con el pueblo francés.

El artículo de **Alfonso Carbajo**, Economista y Técnico Comercial del Estado, que comienza repasando algunas de estas promesas, plantea que estas tienen un carácter oportunista, carente de un argumento central, puesto que confluyen medidas ya anunciadas por Sarkozy, como la tasa Tobin o la reducción del déficit de las AAPP, con otras nuevas, entre ellas el adelanto de la edad de jubilación. Es destacable también la posición crítica a la actitud de las autoridades europeas.

La posición de Hollande, favorable a las medidas anticíclicas expansivas, que tanta simpatía ha despertado en los países que más sufren la recesión, ha servido para que Alemania flexibilice, aunque solo sea ligeramente, su oposición a algunas iniciativas de estímulo de la economía europea.

Y si miramos al otro lado del Atlántico, en EEUU la crisis se ha caracterizado por una rápida recuperación, consecuencia de unas políticas fiscal y monetaria muy expansivas. Sin embargo, el fuerte crecimiento del endeudamiento público y la persistencia de un alto desempleo son signos inequívocos de que esa recuperación es aún incompleta.

El Economista y Técnico comercial del Estado **Ferran Casadevall** analiza en su artículo las condiciones de la salida de la crisis de EEUU. La política económica seguida se sintetiza: 1) Una política fiscal expansiva y, como consecuencia lógica, un endeudamiento creciente, aunque curiosamente, con coste financiero decreciente; 2) Una política monetaria poco convencional, que entre otras medidas incluye la *flexibilización cuantitativa* y 3) Una política financiera con fuertes inyecciones de capital a las empresas, que ha dado resultados muy favorables en términos de recuperación económica.

En unos momentos en que el crédito fluye con dificultad, una institución como el **Banco Europeo de Inversiones (BEI)** puede jugar un papel relevante en la recuperación

del crecimiento en el Viejo Continente y, como brazo financiero de la UE, fortalecer la economía real facilitando crédito a las empresas y gobiernos europeos.

La Vicepresidenta del BEI **Magdalena Álvarez Arza** analiza en su artículo el papel de este banco en la estrategia europea de lucha contra la crisis. El trabajo sintetiza la evolución histórica de las funciones que ha ido desarrollando y ampliando a lo largo de más de medio siglo de existencia, examina más detenidamente su actividad reciente y presenta finalmente las perspectivas de futuro, centradas en incrementar el volumen de préstamos y ampliar las posibilidades operativas del banco.

---

## Consolidación fiscal, deuda pública y prima de riesgo

El logro de la consolidación fiscal es un objetivo fundamental para la sociedad española y dos colaboraciones marchan en esta dirección.

La primera examina posibles **fuentes de ingresos impositivos**, en un momento en que no se están cumpliendo las expectativas previstas inicialmente.

Una fuente es el IVA, cuya recaudación en términos relativos es en España la más baja de la UE. Por ello, su subida, tal como reclaman insistentemente la Comisión Europea y el FMI, parece una alternativa inevitable.

Con este planteamiento, los profesores **José Félix Sanz** y **Desiderio Romero**, de la Dirección de Estudios Tributarios de FUNCAS, y de las Universidades Complutense y Rey Juan Carlos, respectivamente, estudian el impacto recaudatorio y distributivo, sobre el sector hogares, de diferentes hipótesis de cambios en el IVA.

Los resultados obtenidos muestran que las reformas que suponen un aumento en el tipo normal de este impuesto tienen un efecto recaudatorio mucho mayor que si la subida se aplica sobre el tipo reducido. Por otra parte, la ampliación al 18 por ciento de las bases sometidas actualmente a los tipos reducido y superreducido supondría un aumento de la recaudación en 8,6 y 4,4 miles de millones de euros, respectivamente. Finalmente, y dado que los impuestos indirectos tienden en España a tener un carácter cercano a la proporcionalidad, el impacto distributivo de estas reformas sería relativamente modesto.

La segunda colaboración se orienta hacia el estricto seguimiento de la **ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas**, contemplada en la nueva Ley Orgánica de Esta-

bilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. El profesor **Alfonso Utrilla**, de la Universidad Complutense, recoge en ella las cautelas expresadas por la Comisión Europea respecto al cumplimiento de la cifra de déficit, a la vista de un escenario macroeconómico que generará menores ingresos tributarios, lo que hará más difícil lograr los objetivos programados.

Utrilla concluye destacando la necesidad de un constante seguimiento de las medidas adoptadas, con el fin de evaluar la efectividad de las medidas planteadas en los próximos meses y en los presupuestos de 2013, especialmente en aquellas comunidades autónomas que presentan mayores desajustes.

Dos aspectos de la máxima actualidad, y que además, y desafortunadamente, no parecen pasar de ella nunca, son los relativos a la deuda pública y la prima de riesgo, y ambos son objeto de análisis en este número de *Cuadernos*.

Desde mitad de los años noventa hasta la primavera de 2007, el volumen de la **deuda pública española** en manos de no residentes creció de manera continuada más de treinta puntos porcentuales, hasta alcanzar un máximo del 50,1 por 100. En los cinco años transcurridos desde entonces, este porcentaje cayó 19 puntos hasta situarse en marzo de este año en el 31,3.

**José Manuel Amor** y **Miguel Arregui**, de AFI, repasan en su artículo la evolución seguida por esta deuda, mostrando que, desde septiembre de 2009, el aumento de su saldo ha sido absorbido por inversores nacionales, fundamentalmente por el sistema bancario, compañías de seguros, y fondos de inversión y de pensiones, que, de esta forma, han compensado la caída en la tenencia de la deuda pública de los no residentes, pero al mismo tiempo plantea una peligrosa dependencia entre el Tesoro y las instituciones financieras nacionales.

Una consecuencia de la inestabilidad de los mercados de deuda soberana es el repunte de la **prima de riesgo española** a valores desconocidos en este siglo, y a cuyo impacto sobre la economía española **Juan Carlos Ureta**, de Renta 4, dedica su artículo.

En él, el autor destaca que, siendo importante la referencia al diferencial entre los bonos español y alemán a diez años, lo es más conocer el tipo de interés que finalmente debe abonar el Tesoro español, ya que este muestra el coste financiero del mercado primario de deuda pública, que en los tres últimos años ha pasado del 4,3% al 6,6%.

Aplicando estos datos de aumento anual de la prima de riesgo a las empresas no financieras del Ibex 35, Ureta calcula un impacto total sobre la reducción de los beneficios de 1.760 millones de €, y un 7% en términos relativos, porcentaje que varía en función del nivel de apalancamiento de las empresas consideradas.

## Temas nacionales en clave europea

A consecuencia del avance, lento pero constante, de la integración europea, la UE, o sus Estados miembros, son cada vez menos ajenos a los quehaceres nacionales, y a las opiniones y expectativas de los españoles.

Así, por un lado, pasados menos de dos meses de la aprobación del Real Decreto-ley de saneamiento y venta de activos inmobiliarios, un paso más en el intenso **proceso de reordenación del sistema bancario español**, se produce el acuerdo de ayuda financiera de la UE para la recapitalización de las entidades de depósito.

Un detallado repaso a los últimos hitos de este proceso reformista se ofrece en el artículo de **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez**, de la Universidad de Granada y de FUNCAS, que concluye destacando la relevancia del saneamiento y recapitalización del sistema financiero español, así como la importancia para la banca de nuestro país de la garantía europea. Sin embargo, los autores destacan que quedan aspectos esenciales por clarificar, entre ellos, las condiciones de la ayuda europea y consideran clave una decisión rápida que proporcione estabilidad a las entidades bancarias.

Este número de Cuadernos analiza también la posible influencia de los **modelos de reforma de las cajas europeas** en las españolas.

De las diversas alternativas que las cajas de ahorros han seguido en Europa, la vía italiana, que supuso introducir primero fusiones y luego convertirlas en sociedades por acciones, pero manteniendo la Obra Social como signo distintivo, es la que parece asemejarse más al proceso seguido en España, según la opinión del catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid, **Gaspar Ariño** y **Myriam García**, de Ariño Abogados.

Partiendo de esta similitud, el artículo de estos autores repasa inicialmente las etapas de transformación de las cajas italianas, para centrarse después en el caso particular de *Unicredit Group* y finalizar con un análisis de los resultados, que pueden servir de referencia al proceso de reforma en curso de las cajas de ahorros españolas.

Un tercer artículo, también conectado con la UE, recoge de los españoles sobre la Unión, sobre todo tras dos años en que la crisis económica se ha hecho más patente en la sociedad española y son continuas las referencias mediáticas al papel que en ella está jugando la Unión Europea (UE). Ante este panorama, cabe preguntarse si la crisis ha podido tener efectos sustanciales sobre la percepción y valoración que de la UE tiene la ciudadanía española.

El trabajo de las profesoras de la UNED, **María Miyar** y **María Ramos**, muestra que casi dos tercios de la población se sienten poco informados de la actividad de la UE y la mitad de los españoles tiene un escaso interés informativo en ella, aunque este aumenta con el nivel educativo. Pese a ello, una mayoría significativa mantiene una posición muy favorable a la UE, aunque antes que ciudadanos europeos se consideran sobre todo españoles.

En general, la confianza en Europa se mantiene muy amplia y se observa una favorable predisposición social a la cesión de soberanía a la UE, aunque ello no implique que los ciudadanos acepten descargar al Gobierno español de la responsabilidad de la salida de la crisis.

## Otros temas de actualidad

Este número de *Cuadernos* incorpora otras tres propuestas de actualidad y las demás secciones habituales.

La primera analiza las cuentas exteriores de la economía española correspondientes al pasado año.

Entre otras muchas cosas, la crisis ha desencadenado un proceso de corrección de los desequilibrios económicos que la economía española ha venido arrastrando en la última década.

Uno de los más destacados ha sido el elevado y continuado déficit por cuenta corriente, cuya consecuencia más visible es un fuerte endeudamiento frente al exterior.

El artículo de **César Martín Machuca** y **Patrocinio Tello**, del Servicio de Estudios del Banco de España, que analiza el **comportamiento de la Balanza de Pagos española en 2011**, muestra una nueva caída de la necesidad de financiación de nuestra economía en el pasado año, hasta situarse en el 3 por ciento del PIB, casi un punto porcentual menos que en 2010, tendencia que se mantiene en el año actual debido a la debilidad de la demanda interna.

Un aspecto que los autores destacan en la balanza de 2011 es la cuantía de las salidas exteriores de capital que,

en términos netos, ascendieron al 7 por ciento del PIB, lo que unido al déficit exterior supuso una reducción de los activos exteriores netos del Banco de España superior al 10 por ciento del PIB.

La segunda está relacionada con el mes de junio, momento en que muchos españoles hacen frente a sus obligaciones tributarias y presentan su declaración de la renta correspondiente al ejercicio 2011. Por esa razón, **Valentín Pich**, economista y asesor fiscal, repasa en su artículo las **novedades del impuesto sobre la renta de las personas físicas** introducidas el pasado año y en el presente, que serán aplicables a la declaración de 2012.

La tercera es la conmemoración del **centenario del nacimiento del economista Terence W. Hutchison**, que escribe el catedrático y académico **Salvador Almenar** y en la que repasa los aspectos destacados de su vida académica y sus contribuciones más relevantes, centradas en la metodología de la Ciencia Económica y en una amplia visión de la Historia del Pensamiento Económico. Un artículo dedicado a un polémico académico inglés que nos ha legado una obra abundante, fruto ciertamente de una vida muy dilatada y también de una larga producción, que ha marcado a numerosas generaciones de economistas.

Dentro de las secciones habituales, este *Cuadernos de Información Económica* incluye la **Panorámica Empresarial**, que como es costumbre escribe el periodista económico **Carlos Humanes**. En él se abordan los siguientes temas:

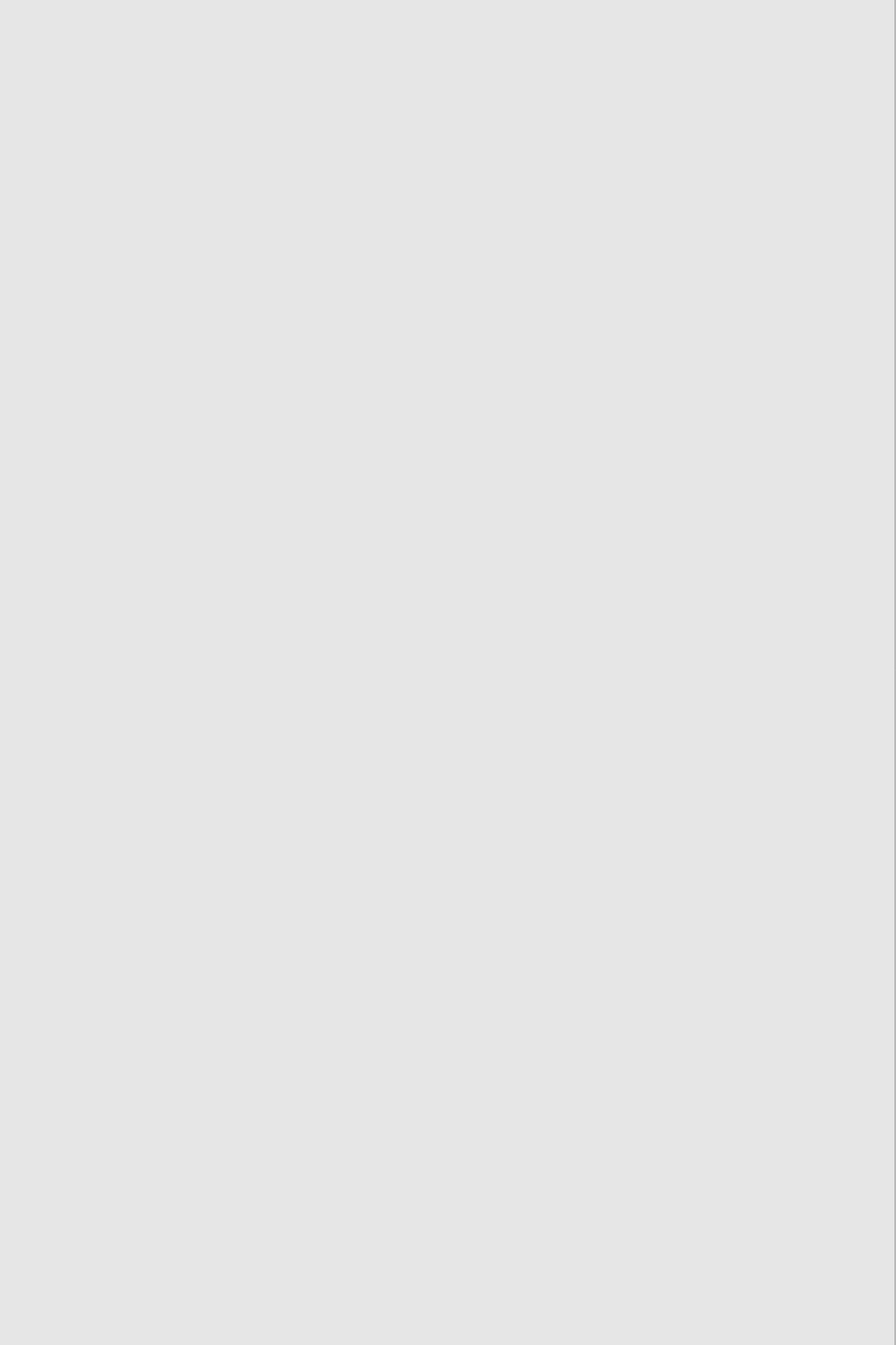
El abandono de Grecia de las empresas FCC y Carrefour, y la consiguiente acogida favorable de los mercados bursátiles a esta decisión; la reducción del endeudamiento de ENEL gracias a ENDESA; la crisis del West LB que continúa sin solucionarse; la incertidumbre generada en Amper por el regreso de Bañuelos y el desmentido de la compañía finlandesa Rovio de que vaya a abandonar Finlandia y situarse en Irlanda.

La información económica internacional, que ofrece este número, se completa con:

1. El resumen de prensa, que incluye el habitual comentario de actualidad y la revista de prensa internacional, que elabora **Ramón Boixareu**, centrada en esta ocasión casi exclusivamente en los problemas de la zona del euro: deuda, modelo económico, austeridad y presiones sobre la Canciller Merkel, problemas bancarios y caída de la cotización del euro. Desgraciadamente, el nombre de España aparece en demasiadas ocasiones. Excepcionalmente, la revista recoge alguna noticia suelta sobre la desaceleración de la economía china y el riesgo de una crisis global, y

2. Los informes de organismos internacionales ofrecen en esta ocasión una síntesis de las previsiones económicas de primavera de la OCDE, preparada por la **Redacción de Cuadernos**.

El presente número de *Cuadernos de Información Económica* se completa con las secciones habituales de indicadores financieros, y de coyuntura y previsiones que preparan las respectivas direcciones de FUNCAS.



# Efectos recaudatorios y distributivos en 2012 de algunas opciones de reforma del IVA. Impacto sobre el sector de los hogares

José Félix Sanz-Sanz\*

Desiderio Romero-Jordán\*\*

## 1. Introducción

Los últimos datos ofrecidos por *Eurostat* muestran que la ratio recaudación de IVA respecto al PIB es la más baja de toda la UE-27. Concretamente, en 2010, fue del 5,5%, ligeramente por debajo del 6,1% de Luxemburgo, 6,2% de Italia, 6,4% de Irlanda y del 6,6% de Reino Unido, y claramente inferior, entre otras, al 7,0% de Francia, 7,8% de Portugal, 9,2% de Bélgica, 9,8% de Suecia o al 9,9% de Dinamarca. Esta baja presión fiscal efectiva del IVA español está siendo utilizada insistentemente por la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional para reclamar una elevación de la recaudación por este impuesto. Dependiendo de la institución, las ganancias recaudatorias que se produjesen podrían dedicarse bien a reducir el elevado déficit de las cuentas públicas españolas, bien a generar una devaluación fiscal financiando una reducción de las cotizaciones sociales asociadas al uso del factor trabajo. No obstante, ambas alternativas, se encuentran con el inconveniente de que hace algo más de seis meses el Gobierno optó por un incremento de los tipos marginales en el IRPF. Sin revisar previamente aquella fuerte elevación de tipos marginales, el requerido incremento de la carga fiscal por IVA se encuentra francamente limitado. Los ingresos generados por este tributo cayeron durante el primer cuatrimestre de 2012 un 7,2%. Esta caída es, en buena medida, consecuencia de la crisis económica y de la propia subida de tipos marginales del IRPF aprobada en diciembre de 2011.

\* Universidad Complutense de Madrid.

\*\* Universidad Rey Juan Carlos.

¿Qué opciones tiene el Gobierno español para aumentar la capacidad recaudatoria del IVA? Además de reducir el nivel de fraude, existen básicamente dos alternativas que no tienen por qué ser excluyentes: subir tipos impositivos y/o modificar las bases imponibles; es decir, redefinir los grupos actuales de bienes gravados al tipo superreducido (4%), reducido (8%) y normal (18%). Esta última opción, incluso podría conllevar la reducción del número de tipos impositivos: desde los tres actuales hasta dos –tal como sucede en Reino Unido, Alemania, Holanda, Eslovenia, Eslovaquia, Letonia, Estonia o Bulgaria- o incluso a solamente uno –como sucede en Dinamarca-.

El contexto económico en el que se encuentra inmerso nuestro país ofrece pocas dudas sobre la, más o menos inminente, subida del IVA. Mucho menor es la certeza sobre cuál de las opciones mencionadas será la elegida y, especialmente, cuál será el impacto de la misma. El propósito de esta nota es contribuir a este interesante debate económico arrojando luz sobre los efectos recaudatorios y distributivos que generaría una posible subida del IVA a lo largo del presente año. Los cálculos que se ofrecen proceden del *Simulador de Impuestos Indirectos de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCASindi)*, desarrollado por la Dirección de Estudios Tributarios de FUNCAS. Esta herramienta permite evaluar el impacto de reformas en la imposición indirecta, incorporando en los algoritmos de cálculos los efectos que tales cambios impositivos tienen en las decisiones de consumo de los hogares. Ello es debido a que los cambios en los precios relativos de los bienes y servicios consumidos modifican la composición de la cesta de consumo. Para capturar esos cambios de comportamiento, *FUNCASindi* estima una matriz de elasticidades precio y renta utilizando los microdatos de la

Encuesta de Presupuestos Familiares del período 1998 a 2010. Dicha matriz de elasticidades ha sido estimada modelizando las decisiones de consumo con el conocido modelo AIDS propuesto por Deaton y Muellbauer en los años ochenta. A partir de tales elasticidades se efectúa la simulación propiamente dicha teniendo en cuenta los cambios en los parámetros fiscales. Se debe advertir al lector que los cálculos aquí presentados están referidos exclusivamente al sector hogares, dejando al margen los efectos sobre otros sectores como Administraciones Públicas y sector empresarial. No obstante, el consumo privado efectuado por los hogares supone, aproximadamente, el 75% del total de operaciones sujetas al IVA.

La sección dos de esta nota ofrece los resultados de una elevación de los tipos de gravamen vigentes. La sección tres evalúa la potencial eliminación de los tipos impositivos superreducido y reducido.

## 2. Efectos esperados de un aumento en los tipos de IVA

La tabla 1 sintetiza los efectos recaudatorios y distributivos esperados de una selección de incrementos de los tipos de IVA. Concretamente, en las columnas (1) a (3) se simula el aumento por separado de un punto en los actuales tipos de gravamen. En la columna (4) se analiza el aumento simultáneo de ese punto en esos tres tipos de gravamen. Las columnas (5) a (6) completan el análisis simulando un aumento de dos puntos, separadamente, tanto en el tipo reducido como en el normal. En la interpretación de los resultados, el lector debe tener en cuenta que los cambios en los tipos de IVA modifican los precios relativos de los bienes y servicios y, por tanto, la composición de la cesta de consumo de los hogares. En otras palabras, los cambios en el IVA llevan aparejado

Tabla 1

### EFFECTOS RECAUDATORIOS Y DISTRIBUTIVOS ESPERADOS DE UN AUMENTO EN LOS TIPOS DE IVA

Reforma	Escenario vigente en 2012	(1) Δ 1 punto en tipo SR	(2) Δ 1 punto en tipo SR	(3) Δ 1 punto en tipo N	(4) Δ 1 punto en todos los tipos	(5) Δ 2 punto en tipo R	(6) Δ 2 punto en tipo N
Estructura de tipos resultante	SR: 4% R : 8% N : 18%	SR: 5% R : 8% N : 18%	SR: 4% R : 9% N : 18%	SR: 4% R : 8% N : 19%	SR: 5% R : 9% N : 19%	SR: 4% R : 10% N : 18%	SR: 4% R : 8% N : 20%
<b>Efectos sobre recaudación</b>							
<b>Δ porcentual en recaudación</b>							
IVA	----	0,60	1,90	3,57	6,47	3,99	7,3
Accisas	----	0,22	0,22	-0,55	-0,55	0,22	-1,3
Total	----	0,51	1,47	2,52	4,67	3,03	5,1
<b>Δ en recaudación en valores absolutos (millones de euros)*</b>							
IVA	----	221,9	702,6	1.320,1	2.392,4	1.475,4	2.699,3
Accisas	----	31,3	31,3	-78,3	-78,3	31,3	-185,1
Total	----	253,2	733,9	1.241,8	2.314,1	1.506,7	2.514,2
<b>Efectos sobre capacidad redistributiva</b>							
Valor del índice de Reynolds-Smolensky	0,00186	0,00087	0,00090	0,00010	0,00098	0,00089	0,00113
Δ en el índice de Reynolds-Smolensky	----	-0,00099	-0,00096	-0,00176	-0,00088	-0,00097	-0,00073
<b>Efectos sobre progresividad</b>							
Valor del índice de progresividad de Kakwani	0,01745	0,01025	0,01035	0,01122	0,01070	0,01014	0,01184
Δ en el índice de Kakwani	----	-0,0072	-0,0071	-0,00623	-0,00675	-0,00731	-0,00561

(SR): super-reducido, (R): reducido, (N): normal (\*) Asumiendo que la recaudación de IVA y accisas generada por los hogares supone el 75% de toda la recaudación.

una reasignación del gasto total del hogar entre bienes, afectando tanto a la recaudación de IVA como, en menor medida, a la de *accisas*.

### Resultados recaudatorios

En términos relativos, los resultados muestran que las reformas que consiguen un mayor impacto recaudatorio son aquellas donde se eleva el tipo normal seguido a distancia por el tipo reducido. En efecto, si nos fijamos en las columnas (1) a (3), el aumento de un punto en el tipo normal elevaría la recaudación un 3,57% en tanto que el incremento sería de 1,9% y 0,6% para el caso del tipo reducido y superreducido, respectivamente. Por este motivo, en las columnas (5) y (6) se han simulado, separadamente, los efectos que tendría la elevación de dos puntos en los tipos reducido y normal, de modo que el primero de ellos se situase en el 10% y el segundo en el 20%.

Los resultados muestran que la recaudación de IVA aumentaría en el primer caso un 3,99% mientras que en el segundo se elevaría hasta el 7,3%. Nótese, no obstante, que en este último caso, el proceso de reasignación de la cesta de consumo tendría una caída del 1,3% en la recaudación de *accisas*. En la tabla 1 se ofrece además una estimación del impacto de las reformas analizadas en términos absolutos a partir de las cifras de recaudación correspondientes al ejercicio 2011. Centrándonos en el sector hogares, los resultados ofrecidos muestran que

la obtención de un incremento adicional de recaudación anual por encima de los 4.000 millones de euros exigiría alguna combinación donde se aumentasen a la vez los tipos reducido y normal en al menos dos puntos.

### Impacto distributivo

En cuanto a los efectos distributivos, la tabla 1 ofrece los resultados de las reformas sobre progresividad y distribución, empleando los conocidos índices de Kakwani y de Reynolds-Smolensky. En el escenario inicial, los valores de ambos índices están muy próximos a cero -0,01745 el índice de progresividad y 0,00186 el índice de redistribución-, indicando que los impuestos indirectos en España se distribuyen de manera cercana a la proporcionalidad. No obstante, como se ilustra, los cambios simulados reducen la ya escasa progresividad y capacidad redistributiva de los impuestos indirectos.

### **3. ¿Qué ganancia de recaudación generaría la eliminación de los tipos reducido y superreducido?: La opción de tener un único tipo impositivo en el IVA**

Como se comentó al inicio, la existencia de tipos reducidos en el IVA introduce costes recaudatorios. Por ello, resulta interesante conocer tanto qué merma de ingresos

Tabla 2

#### **COSTES ASOCIADOS A LA EXISTENCIA DE TIPOS SUPER-REDUCIDO Y REDUCIDO**

Costes recaudatorios medios por hogar y año respecto a un impuesto uniforme del 18%				
	Euros		Porcentaje	
	Tipo reducido 8%	Tipo super-reducido 4%	Tipo reducido 8%	Tipo super-reducido 4%
IVA	-504,0	-259,0	-14,78	-7,60
Accisas	0,3	-0,2	0,03	-0,02
<b>Total</b>	<b>-503,7</b>	<b>-259,2</b>	<b>-11,68</b>	<b>-6,01</b>
Costes recaudatorios anuales respecto a un impuesto uniforme del 18% (millones de euros)*				
IVA	-8.618,0	-4.428,0	----	----
Accisas	5,1	-3,4	----	----
<b>Total</b>	<b>-8.613,1</b>	<b>-4.432,4</b>	<b>----</b>	<b>----</b>
Costes sobre progresividad y redistribución respecto a un impuesto uniforme al 18%				
Redistribución	-0,000016	0,000369	-3,27	75,46
Progresividad	0,000629	0,002812	10,49	46,91

(\*) Asumiendo la existencia de 17,1 millones de hogares.

públicos supone como su aportación en términos distributivos. A tal efecto, la tabla 2 compara la recaudación que se obtendría con un impuesto uniforme -donde solo existiese el tipo normal del impuesto- con dos escenarios alternativos. Uno donde solo existen los tipos normal del 18% y reducido del 8% y, otra alternativa, donde sólo se aplica el tipo normal del 18% y el superreducido del 4%. Los resultados muestran que el coste medio por hogar y año de mantener el tipo del 4% es de 504 euros, reduciéndose esta cifra a 259 en el caso del tipo 8%. En otras palabras, la merma recaudatoria asociada a la

existencia del tipo reducido es del 14,78% y del 7,60% en el caso del tipo superreducido. En valores absolutos, el coste anual del tipo reducido es de 8.613 millones de euros, en tanto que el del tipo superreducido es de 4.428 millones. Por último, las ganancias en términos distributivos son mayores en el caso del impuesto superreducido. No obstante, en todos los casos analizados, los impuestos indirectos tienden claramente hacia la proporcionalidad, de modo que el impacto distributivo asociado a los tipos reducidos es de una magnitud muy pequeña.

# Los planes económico-financieros de saneamiento de las comunidades autónomas en el contexto de consolidación presupuestaria

Alfonso Utrilla de la Hoz\*

En el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) del pasado 17 de mayo se aprobaron los Planes Económico Financieros de Reequilibrio (PEF) de las Comunidades Autónomas (CCAA), excepto el del Principado de Asturias. Se considera así, oficialmente, que los PEF de las Comunidades Autónomas remitidos contienen las medidas idóneas, de ahorro de gasto o de incremento de ingresos, para el cumplimiento del objetivo de Estabilidad Presupuestaria fijado en el 1,5% del PIB a 31 de diciembre de 2012. Los PEF aprobados serán los primeros cuyo seguimiento y aplicación se va a realizar en el marco de la nueva Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. Esta circunstancia determina que los mismos van a estar sometidos a un estricto seguimiento para garantizar su cumplimiento final. Esto significa que el CPFF es el punto de partida para que cumplan con la estabilidad las Comunidades Autónomas, que tendrán un control mensual de su ejecución presupuestaria y trimestral de su cumplimiento.

De acuerdo con los datos remitidos en abril a Eurostat, la reducción del déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas había sido de sólo el 6,9% en España en 2011, cuando la previsión a octubre de 2011 era del 33,4%. Así, la desviación en los objetivos de déficit se cifraba en casi 26 mil millones de euros, con una importante asimetría, ya que el déficit de las Administraciones Territoriales habría crecido en un 36,9% en el caso de las Comunidades Autónomas y en un 26,6% en las Corporaciones Locales, mientras que la Administra-

ción Central (-40%) y la Seguridad Social (-51,9%), han conseguido reducirlo. En mayo, además, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas estimaba, por las últimas informaciones aportadas por las Comunidades Autónomas, así como por la transparencia derivada de la operación de pago a proveedores, un impacto añadido en contabilidad nacional de cuatro décimas en el déficit de 2011, hasta alcanzar finalmente el 8,9% del PIB. Esta desviación adicional de 4.655 millones de euros se debe fundamentalmente al aumento del déficit de la Comunidad de Madrid y de la Comunidad Valenciana, y en menor medida a Andalucía y Castilla-León. El nuevo resultado obtenido derivaría principalmente de operaciones denominadas "one off", de efecto en un solo ejercicio.

Estos PEF se enmarcan en los objetivos y perspectivas incluidos en la Actualización del Programa de Estabilidad 2012-2015 que establecen un horizonte de déficit cero para las Comunidades Autónomas en 2015, descontadas las liquidaciones negativas del modelo de financiación de los años 2008 y 2009 aplazadas en el tiempo.

Para evaluar estas medidas es necesario contextualizarlas en función del comportamiento económico previsto que, a juicio de las previsiones de primavera de 2012 de la Comisión Europea, serán más negativas de las estimadas por las autoridades nacionales. El estallido de la burbuja de los precios de los activos y el fin del auge inducido por la demanda interna ha mermado de forma estructural la base de ingresos de la economía española y, en consecuencia, se requerirán ajustes estructurales de los gastos y los ingresos.

\* Universidad Complutense de Madrid.

Cuadro 1

**EVOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS PRESUPUESTARIOS EN EL PROGRAMA DE ESTABILIDAD  
(MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJE DEL PIB)**

	2011a	2011b	2011	2012	2013	2014	2015
1. Déficit total administraciones públicas	-91.344	-91.344	-8,5	-5,3	-3,0	-2,2	-1,1
2. Administración central	-31.619	-54.739	-5,1	-3,5	-2,5	-1,9	-1,1
3. Comunidades autónomas	-50.488	-31.541c	-2,94c	-1,5	-0,5	-0,3	0,0
4. Corporaciones locales	-8.242	-4.069	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
5. Administraciones de Seguridad Social	-995	-995	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
6. Total ingresos		377.085	35,1	36,3	36,9	36,6	36,6
7. Total gastos		468.429	43,6	41,6	39,9	38,8	37,7

a sin ajustes por devoluciones negativas del sistema de financiación de ejercicios 2008 y 2009.

b con ajustes por aplazamiento de liquidaciones negativas.

c 36.196 millones de euros tras la última revisión, -3,38% del PIB.

Fuente: Reuters, Bloomberg y elaboración propia

Las cautelas que los servicios técnicos de la Comisión han realizado sobre el Programa de Estabilidad se basan, principalmente, en los riesgos derivados del escenario macroeconómico, asociados principalmente a una composición del crecimiento menos generadora de ingresos tributarios y a una disminución de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. Así, los ingresos públicos podrían tener una sensibilidad incluso mayor respecto del ajuste estructural en curso, debido a los efectos de composición y al prolongado hundimiento del sector inmobiliario, y ello también podría dar lugar a una mayor pérdida de ingresos tributarios. También existe un riesgo adicional derivado de la ejecución presupuestaria de los gobiernos de las Comunidades Autónomas, teniendo en cuenta su reciente comportamiento insatisfactorio.

A estos efectos, las autoridades comunitarias consideran que una aplicación estricta de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y la adopción de fuertes medidas presupuestarias por parte de las Comunidades Autónomas mitigaría los riesgos de que estas se desvíen de los objetivos presupuestarios y, habida cuenta de la naturaleza descentralizada de las finanzas públicas españolas, resulta esencial contar con un sólido marco presupuestario e institucional.

En los planes presentados, el conjunto de medidas de ahorro de gasto y de incremento de ingresos alcanza

la cifra de 18.349 millones de euros (13.071 millones de menor gasto y 5.278 millones de mayores ingresos). En términos de contabilidad nacional, los objetivos de reducción del déficit son pasar en un solo año del 3,38% al 1,48%, con un recorte en 2012 de la cifra de déficit de 20.451 millones de euros, para dejarlo en 2014 por debajo del 1%, con una disminución adicional de 5.158 millones de euros. Este esfuerzo presupuestario sin precedentes se deriva de la evolución negativa de los desequilibrios de las Comunidades Autónomas en los últimos años. Si, en 2007, once regiones presentaban sus cuentas en equilibrio o superávit, en 2011 el déficit era generalizado y en diez regiones empeoró respecto al año anterior, alcanzando su volumen de deuda niveles preocupantes, aunque las diferencias regionales son muy importantes.

El esfuerzo a realizar ha de valorarse en función del comportamiento reciente de las finanzas autonómicas. En este sentido, mientras en el ejercicio 2010 las cuentas regionales, aunque empeoraron, se ajustaron mejor a las previsiones iniciales, las desviaciones en 2011 fueron generalizadas, restando credibilidad a los escenarios planteados. El efecto del afloramiento de facturas para el pago de proveedores y la revisión a la baja de los ingresos propios regionales por recaudación incierta ha afectado fuertemente a los datos de déficit en términos de contabilidad nacional de los ejercicios 2011 y 2012.

Cuadro 2

## EVOLUCIÓN DE LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS (DÉFICIT PORCENTAJE PIB)

	2008	2009	2010	2011	Deuda 2011	Recorte 2012 M. euros	2012	2013	2014
Cataluña	-2,58%	-2,41%	-4,22%	-3,70%	20,7%	-4.451	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Galicia	-0,17%	-0,75%	-2,38%	-4,37%	12,3%	-1.670	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Andalucía	-0,75%	-1,37%	-3,13%	-3,22%	9,8%	-2.533	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Asturias	-0,60%	-1,32%	-2,68%	-3,64%	9,1%	-616	-0,99%	-1,05%	-0,80%
Cantabria	-1,08%	-3,22%	-2,87%	-4,04%	9,3%	-338	-1,49%	-0,39%	0,04%
La Rioja	-1,08%	-0,68%	-3,05%	-1,61%	11,2%	-70	-0,75%	-0,24%	0,00%
Murcia	-2,86%	-2,64%	-4,94%	-4,33%	10,1%	-811	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Comunidad Valenciana	-2,11%	-3,09%	-3,57%	-4,46%	19,9%	-3.121	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Aragón	-0,75%	-1,74%	-2,99%	-2,88%	10,2%	-473	-1,50%	-0,50%	-0,30%
Castilla-La Mancha	-2,79%	-4,86%	-6,32%	-7,31%	18,0%	-2.221	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Canarias	-0,70%	-1,06%	-2,29%	-1,78%	8,8%	-121	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Extremadura	-1,18%	-1,67%	-2,39%	-4,59%	10,9%	-549	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Baleares	-3,28%	-3,26%	-4,00%	-4,00%	16,3%	-668	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Madrid	-0,74%	-0,43%	-0,71%	-2,22%	7,9%	-1.395	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Castilla y León	-0,71%	-1,41%	-2,26%	-2,59%	9,4%	-633	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Navarra	-4,70%	-2,63%	-3,03%	-1,88%	12,9%	-73	-1,50%	-1,10%	-1,00%
País Vasco	-1,18%	-3,89%	-2,40%	-2,56%	8,1%	-708	-1,50%	-1,10%	-1,00%
Total	-1,49%	-1,92%	-2,94%	-3,38%	13,1%	-20.451	-1,48%	-1,06%	-0,95%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Las previsiones incluidas en los PEF se basan en un crecimiento económico medio similar al oficial, aunque con una dispersión regional importante, irrealista a corto plazo en algunas CCAA que prevén un crecimiento del PIB nominal ya en 2013 del 4,1% (caso de Aragón, Castilla y León o País Vasco). Entre 2011 y 2014 se estima una reducción del déficit presupuestario de 15.269 millones de euros (-63%), que se eleva a 25.609 en términos de contabilidad nacional ajustada (procedimiento de déficit excesivo). En materia de ingresos se plantea un crecimiento global similar al del PIB nominal, con mayor crecimiento de los ingresos corrientes (4,13%), por la evolución prevista en las transferencias recibidas, ya que la presión fiscal estimada se mantiene constante. El grueso del ajuste se plantea a través del recorte del gasto en 10.280 millones de euros (-6,37%), especialmente de los gastos de capital (-14,23%), aunque en términos absolutos el gasto corriente estimado bajará entre 2011 y 2014 en 7.702 millones de euros, debido a la caída en los gastos de personal (-4.239 millones), compra de bienes y servicios (-2.068) y transferencias

(-6.271), dado que los gastos de intereses se duplicarían (4.595).

El análisis del efecto de las medidas propuestas por Comunidades Autónomas muestra grandes diferencias. Castilla-La Mancha (-25,5%), Cataluña (-15,4%), Comunidad Valenciana (-13,9%), Aragón (-11,8%) y Extremadura (-11,3%) presentan una reducción del gasto en el conjunto del período muy significativo, mientras otras regiones prevén un incremento del gasto superior al crecimiento económico, como es el caso de Navarra, Madrid o Galicia. En los ingresos, algunas regiones plantean incrementos sustanciales, como Baleares (18,7%), Murcia (11,9%) o Castilla-La Mancha (10%), mientras Canarias, Extremadura o Andalucía prevén ligeras disminuciones.

El peso relativo de los gastos e ingresos regionales muestra una dispersión inicial muy acentuada que se reducirá en 2014 con las medidas planteadas, especialmente en el caso de los gastos corrientes en pres-

tación directa de bienes y servicios (capítulo 1+2 de gasto).

La valoración de los PEF se debe establecer en la credibilidad de las medidas planteadas y su correcta cuantificación y esta depende del comportamiento reciente en la ejecución presupuestaria. En este sentido, la experiencia de la ejecución del ejercicio 2011 no resulta alentadora, tanto por el lado de los gastos como en la ejecución de ingresos, especialmente en aquellas regiones que precisan realizar un mayor esfuerzo en el futuro. Los últimos datos de ejecución presupuestaria trimestral en términos de contabilidad nacional de las Comunidades Autónomas conocidos, correspondientes al primer trimestre del año 2012, si se descuentan los

adelantos de transferencias correspondientes a una parte de la liquidación definitiva del ejercicio 2010, presentan un déficit acumulado de 4.787 millones de euros, un 40% menor al de hace un año (8.090). Se pone así de relieve el esfuerzo en el ajuste presupuestario, aunque no de forma homogénea, ya que Andalucía, Canarias, Extremadura, Galicia, Madrid, Murcia y Navarra cerraron los primeros tres meses con déficit.

En definitiva, habrá que evaluar la efectividad de las medidas planteadas en los próximos meses y especialmente en los presupuestos de 2013 para valorar el esfuerzo planteado en los PEF especialmente en las CCAA con mayores desequilibrios.

Cuadro 3

#### DIFERENCIAS ENTRE EL DÉFICIT PRESUPUESTARIO Y LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN RELEVANTE EN EL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO (MILLONES DE EUROS)

	Inicial 2010	Final 2010	Nec. financ. 2010	Inicial 2011	Final 2011	Nec. financ. 2011	Inicial 2012	Ajustado 2012	Nec. financ. 2012
Cataluña	-6.147	-5.135	-8.352	-4.921	-6.624	-7.418	-2.252	-2.478	-2.967
Galicia	-1.414	-965	-1.324	-624	-691	-2.530	-662	-889	-860
Andalucía	-4.035	-3.048	-4.479	-2.294	-2.920	-4.716	-3.264	-5.788	-2.183
Asturias	-537	-302	619	-388	-534	-843	-274	-75	-227
Cantabria	-373	-386	389	-207	-276	-533	-278	-388	-195
La Rioja	-192	-232	240	-114	-89	-131	-65	-143	-61
Murcia	-698	-1.215	-1.349	-351	-1.149	-1.237	-514	-521	-426
Comunidad Valenciana	-1.831	-2.532	-3.644	-1.170	-3.324	-4.657	-1.233	-2.906	-1.536
Aragón	-703	-747	977	-465	-854	-978	-600	-556	-505
Castilla-La Mancha	-1.121	-1.830	-2.269	-473	-3.379	-2.790	-693	-693	-568
Canarias	-1.208	-820	947	-603	-437	-734	-881	-808	-613
Extremadura	-657	-355	435	-420	-709	-812	-443	-573	-263
Baleares	-622	-954	-1.065	-857	-755	-1.063	-353	-592	-396
Madrid	-1.318	-1.103	-1.355	-243	-245	-4.231	989	-3.638	-2.836
Castilla y León	-1.249	-1.419	-1.294	-837	-703	-1.489	-795	-1.855	-856
Navarra	-500	-385	-564	-289	-322	-348	-303	-374	-275
País Vasco	-1.843	-1.438	-1.608	-830	-1.242	-1.687	-893	-778	-979
Total	-24.450	-22.866	-30.910	-16.917	-24.252	-36.196	-12.514	-23.055	-15.745

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Cuadro 4

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS EN LOS PLANES DE SANEAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS  
(MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJE)**

	2011	2012	2013	2014	2014/11	2014/11 (Porcentaje)
Capítulo I	40.176	41.790	38.678	40.117	-59	-0,15
Capítulo II	47.027	51.132	47.042	48.681	1.654	3,52
Capítulo III	4.710	4.439	4.426	4.512	-198	-4,20
Capítulo IV	38.382	32.214	43.005	42.529	4.147	10,80
Capítulo V	712	988	595	583	-129	-18,12
Ingresos corrientes	131.007	130.564	133.747	136.423	5.416	4,13
Capítulo I	57.390	53.600	52.542	53.151	-4.239	-7,39
Capítulo II	27.624	34.056	25.509	25.556	-2.068	-7,49
Capítulo III	4.568	6.662	8.260	9.163	4.595	100,59
Capítulo IV	53.778	49.840	47.453	47.507	-6.271	-11,66
Capítulo V	0	70	270	280	280	
Gastos corrientes	143.359	144.229	134.033	135.657	-7.702	-5,37
Cap VI	188	1.710	1.019	1.101	913	485,64
Ahorro bruto	-12.352	-13.665	-286	769	13.121	-106,23
Cap VII	6.026	6.071	4.779	4.714	-1.312	-21,77
Ingresos capital	6.214	7.783	5.769	5.787	-427	-6,87
Cap VI	7.690	7.728	7.861	7.928	238	3,09
Cap VII	10.423	9.447	8.210	8.109	-2.314	-22,20
Gastos capital	18.114	17.173	15.570	15.536	-2.578	-14,23
Ingresos	137.221	138.347	139.516	142.210	4.989	3,64
Gastos	161.473	161.402	149.603	151.193	-10.280	-6,37
Déficit presupuestario	-24.252	-23.055	-10.087	-8.983	15.269	-62,96
Necesidad de financiación PDE	-36.196	-15.745	-11.500	-10.587	25.609	-70,75
PIB nominal	1.072.105	1.061.631	1.080.136	1.111.438	39.333	3,67

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Cuadro 5

## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJE)

	Ingresos corrientes		Gastos corrientes		Ingresos de capital		Gastos de capital		Ingresos		Gastos	
	2014/11	%	2014/11	%	2014/11	%	2014/11	%	2014/11	%	2014/11	%
Cataluña	889	4,0	-3.665	-13,6	-383	-49,5	-889	-36,3	506	2,2	-4.554	-15,4
Galicia	610	8,2	154	2,0	-182	-25,0	212	16,1	428	5,2	366	4,1
Andalucía	-499	-2,1	-1.037	-4,1	469	35,3	421	12,9	-30	-0,1	-616	-2,2
Asturias	185	5,9	-40	-1,2	-80	-22,0	-231	-30,8	105	3,0	-271	-6,7
Cantabria	130	7,0	-167	-8,9	24	57,1	-36	-11,9	154	8,1	-203	-9,4
La Rioja	86	8,4	0	0,0	6	12,9	34	19,7	92	8,5	34	2,9
Murcia	492	14,4	-400	-9,1	-63	-35,0	48	14,2	429	11,9	-352	-7,4
C. Valenciana	834	7,6	-1.015	-8,1	47	28,2	-1.007	-51,3	881	7,9	-2.022	-13,9
Aragón	136	3,3	-489	-10,7	-71	-33,3	-125	-19,7	65	1,5	-614	-11,8
Castilla-La Mancha	491	8,2	-1.807	-21,4	153	37,2	-695	-50,5	644	10,0	-2.502	-25,5
Canarias	-27	-0,5	61	1,1	-166	-31,3	149	21,4	-193	-3,3	210	3,3
Extremadura	-48	-1,2	-352	-8,5	-64	-19,2	-200	-26,2	-112	-2,7	-552	-11,3
Baleares	545	24,6	-152	-5,7	-100	-60,5	-2	-0,3	446	18,7	-154	-4,9
Madrid	502	3,2	834	5,4	46	38,7	-103	-13,5	548	3,4	732	4,5
Castilla y León	287	3,8	157	2,0	-177	-35,2	-128	-11,1	110	1,4	29	0,3
Navarra	253	7,9	124	4,0	28	110,6	85	20,4	281	8,7	209	5,9
País Vasco	549	6,5	93	1,1	86	29,7	-112	-8,8	634	7,3	-19	-0,2
Total	5.416	4,1	-7.702	-5,4	-427	-6,9	-2.578	-14,2	4.989	3,6	-10.280	-6,4

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Cuadro 6

## PREVISIONES DE INGRESOS Y GASTOS RELATIVOS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (EN PORCENTAJE)

	Gasto total/PIB		Cap. 1+2 Gasto/PIB		Ingresos/PIB		Ingresos corrientes/PIB	
	2011	2014	2011	2014	2011	2014	2011	2014
Cataluña	14,7	12,1	7,3	6,1	11,4	11,4	8,5	8,1
Galicia	15,3	15,6	8,8	8,5	14,1	14,5	8,3	8,0
Andalucía	19,5	18,3	9,1	7,7	17,5	16,7	8,8	8,3
Asturias	17,5	15,6	9,8	9,2	15,2	15,0	9,7	9,6
Cantabria	16,4	14,5	9,0	8,0	14,3	15,1	9,6	9,5
La Rioja	14,3	14,2	7,7	7,5	13,2	13,9	8,3	7,8
Murcia	16,6	15,5	10,6	9,7	12,6	14,2	8,2	9,0
C. Valenciana	13,9	11,6	7,5	6,6	10,7	11,3	8,4	8,4
Aragón	15,3	12,5	8,6	7,2	12,8	12,1	8,7	8,4
Castilla-La Mancha	25,7	18,9	13,9	9,7	16,9	18,3	8,9	8,9
Canarias	15,5	15,5	8,8	8,6	14,4	13,5	5,4	6,0
Extremadura	27,6	24,7	13,6	12,0	23,6	23,2	9,4	9,2
Baleares	11,8	10,8	6,2	5,2	8,9	10,2	9,1	10,2
Madrid	8,5	8,6	4,9	5,2	8,4	8,4	8,8	8,7
Castilla y León	15,3	14,3	8,1	7,5	14,1	13,3	8,2	7,9
Navarra	19,2	19,4	9,0	8,7	17,4	18,1	16,0	16,8
País Vasco	15,2	14,0	8,1	7,6	13,3	13,2	0,0	0,0
Total	15,1	13,6	7,9	7,1	12,8	12,8	8,1	8,0
Coefficiente variación	0,3021	0,2775	0,2857	0,2411	0,2801	0,2716	0,3685	0,3887

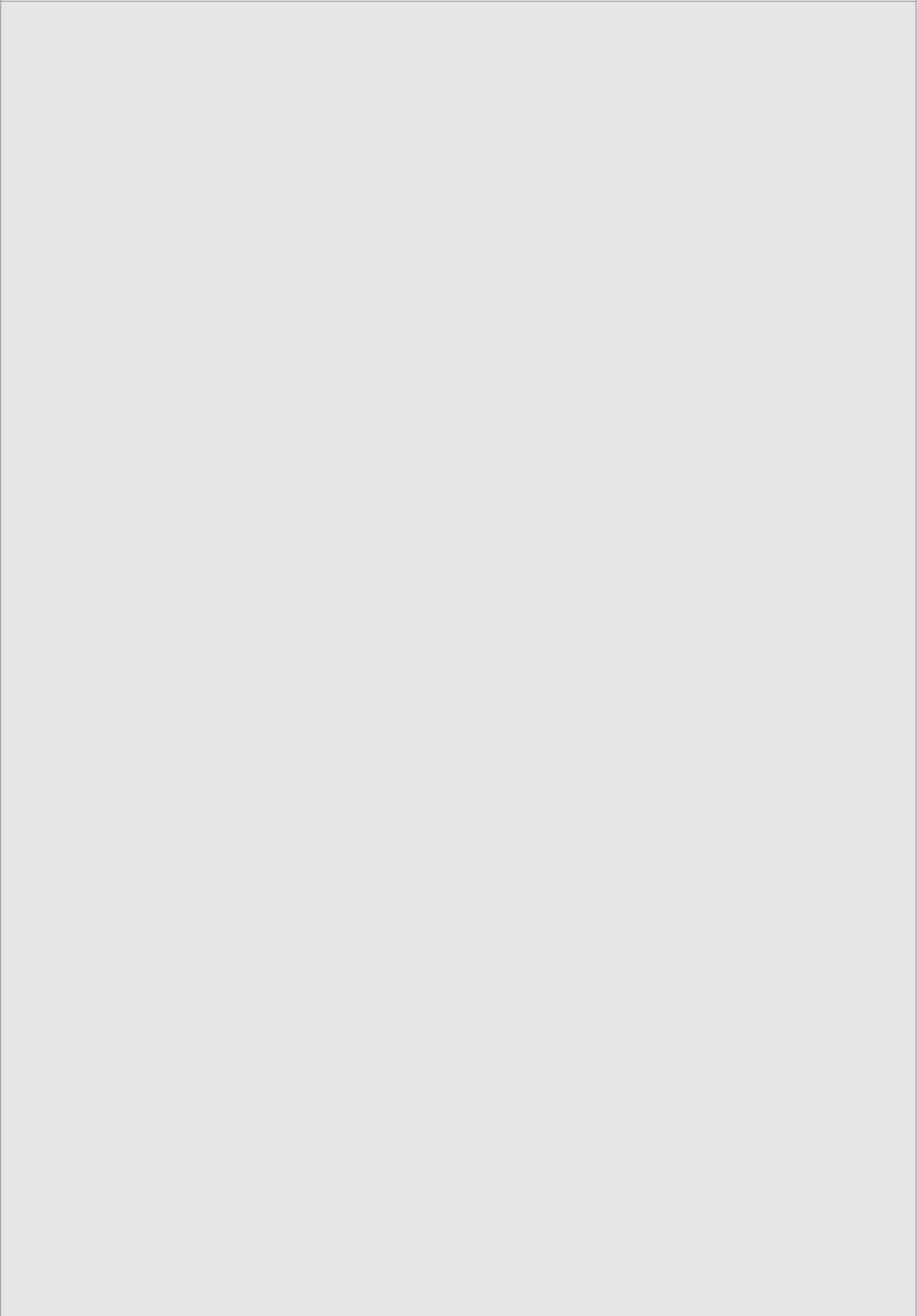
Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Cuadro 7

**DESGLOSE DE LA EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN 2011**

	% ejecución ingresos 2011	Derechos reconocidos % 2010	Presupuesto inicial ingresos % 2010	% ejecución gastos 2011	Obligaciones reconocidas % 2010	Presupuesto inicial gastos % 2010
Cataluña	98,5	-8,1	-5,5	106,3	-0,2	-8,7
Galicia	94,7	-6,0	-3,3	96,0	-8,1	-10,6
Andalucía	89,0	-6,7	-1,6	91,9	-6,8	-7,5
Asturias	91,1	-8,4	-1,9	95,5	-2,0	-5,1
Cantabria	92,2	-1,5	0,2	96,0	-6,0	-6,7
La Rioja	93,2	5,6	-2,1	90,2	-8,9	-7,6
Murcia	79,7	-7,5	3,4	97,8	-7,4	-4,2
Comunidad Valenciana	85,2	-12,2	0,1	102,1	-4,7	-4,6
Aragón	91,2	-5,4	-2,5	95,7	-6,9	-6,9
Castilla-La Mancha	75,5	-6,3	3,6	114,1	15,2	-4,8
Canarias	98,7	-1,4	-2,4	96,4	-6,7	-10,1
Extremadura	88,5	-10,0	-5,0	95,9	-1,2	-9,2
Baleares	95,9	-10,7	-8,7	93,8	-13,5	0,0
Madrid	96,6	-0,7	-3,4	96,7	-5,6	-9,0
Castilla y León	88,8	-10,7	-3,0	88,7	-16,5	-7,0
Navarra	91,1	-6,8	-0,3	92,5	-7,8	-5,1
País Vasco	93,0	2,1	13,1	97,6	-0,2	0,7
Total	91,0	-6,1	-1,0	96,6	-4,5	-5,5

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.



# La Balanza de Pagos de España en 2011

César Martín Machuca\*

Patrocinio Tello\*

## 1. Introducción

La Balanza de Pagos es una estadística de carácter macroeconómico que, junto con la Posición de Inversión Internacional, resume de forma sistemática las relaciones económicas —reales y financieras— entre los residentes de una economía y los del resto del mundo<sup>1</sup>. La reciente crisis financiera y económica ha puesto de manifiesto que se infravaloró el impacto negativo de la acumulación de desequilibrios exteriores elevados en países pertenecientes al área del euro. De ahí que en el marco actual de revisión de la gobernanza europea haya adquirido una mayor relevancia la vigilancia de los desequilibrios internos y externos y de la competitividad de los países miembros de la zona del euro, tal y como se refleja en el recientemente aprobado mecanismo de alerta y el Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, que incorpora la Balanza de Pagos dentro de la batería de indicadores de supervisión macroeconómica<sup>2</sup>.

\* Servicio de Estudios del Banco de España. Departamento de Coyuntura y Previsión Económica.

<sup>1</sup> La Balanza de Pagos se elabora siguiendo las directrices del quinto Manual de Balanza de Pagos del FMI. Los conceptos y definiciones de este Manual son coherentes con los que se recogen en el Sistema de Cuentas Nacionales y —en su versión europea— en el Sistema Europeo de Cuentas, que son los manuales de referencia para la elaboración de las estadísticas económicas oficiales. Para más información véase el capítulo 3 de la *Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España 2011*, Banco de España, 2012.

<sup>2</sup> Para más información véase Matea, M.<sup>a</sup> Llanos (2012). "Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.

Antes de describir los principales rasgos de la Balanza de Pagos de España en 2011 conviene enmarcar su evolución en el entorno económico y financiero que ha caracterizado dicho año. En el plano económico internacional cabe destacar la interrupción de la paulatina recuperación de la economía mundial, con una ralentización de la actividad en la segunda mitad del año, en particular en las economías avanzadas. Tras el fuerte repunte experimentado en 2010, los flujos de comercio mundial se desaceleraron, lastrados por perturbaciones como el tsunami en Japón y los brotes de inestabilidad política en los países árabes. Junto a esta moderación de la actividad internacional, el hecho más relevante fue el agravamiento y extensión de la crisis de la deuda soberana en el área del euro en la segunda mitad del año, que terminó adquiriendo un carácter sistémico, afectó de forma acusada a la economía de la UEM, en general, y a España, en particular a lo largo de 2011 y en la primera mitad de 2012. En la zona del euro, la ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo permitió que, en respuesta al deterioro de la crisis, se adoptaran medidas de política monetaria dirigidas a recuperar un tono más expansivo de la política monetaria, restaurar el mecanismo de transmisión y estabilizar los mercados financieros. Estas medidas, en especial las inyecciones de fondos a tres años por parte del BCE, aliviaron las tensiones, al reducir los riesgos de liquidez de la banca. Al mismo tiempo, continuaron los procesos de consolidación fiscal en diversos países europeos y se introdujeron diversas reformas para fortalecer la gobernanza europea.

En España, la trayectoria de tenue recuperación iniciada en 2010 se debilitó en los meses de verano y en el último trimestre de 2011 cambió de signo, de manera

que la economía española recayó en una nueva recesión. El PIB creció en el conjunto de 2011 un 0,7%, como resultado de la aportación positiva de la demanda exterior neta, que se amplió considerablemente y compensó el retroceso de la demanda nacional, gracias al relativo dinamismo de las exportaciones y a la atonía de las importaciones. El recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana suscitó la respuesta de las autoridades nacionales, que avanzaron en las reformas estructurales y la reestructuración del sistema bancario. A pesar de esta reacción, el pasado 25 de junio el Gobierno de España solicitó formalmente ayuda financiera al Eurogrupo con el fin de proceder a recapitalizar las entidades bancarias más débiles.

La estructura del artículo es como sigue: en el siguiente epígrafe se resumen los principales rasgos de la balanza por cuenta corriente de España en 2011. A continuación se analizan con más detalle las transacciones financieras de nuestra economía con el resto del mundo durante dicho año y, finalmente, en la cuarta sección se presentan las principales conclusiones.

## 2. La Balanza por cuenta corriente de España en 2011

La necesidad de financiación de la nación<sup>3</sup> se redujo en 2011, según los datos de la Balanza de Pagos, hasta el 3% del PIB (0,9 pp menos que en 2010). La mejoría del saldo comercial no energético y la ampliación del

<sup>3</sup> El saldo de la cuenta corriente más la cuenta de capital es lo que se denomina, en términos de Contabilidad Nacional, «la capacidad o necesidad de financiación de la economía».

superávit de servicios explicaron la corrección del saldo por cuenta corriente el pasado año, pues compensaron el deterioro de los déficit energético, en un contexto de subida del precio del petróleo, y de rentas, que acusó el encarecimiento de los costes de financiación (véase gráfico 1). La reducción del desequilibrio comercial respondió tanto a la fortaleza de las exportaciones, impulsadas por las ganancias de competitividad-precio y coste, como a la ralentización de las importaciones, en línea con la evolución de la demanda nacional. De hecho, la evidencia disponible apunta a que en 2011 continuó aumentando la cuota española en el comercio mundial de bienes en términos reales. Por su parte, la ampliación del superávit de servicios también se explica por el avance de las exportaciones, tanto turísticas, favorecidas por la inestabilidad geopolítica en el Norte de África, como del resto de servicios, entre las que destacaron las relacionadas con los servicios empresariales.

En los primeros meses de 2012 han continuado las tendencias observadas a lo largo de 2011, pues el incremento de los déficit energético y de rentas se ha visto compensado por la positiva evolución de los saldos de bienes no energéticos y de servicios, aunque tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado una clara debilidad.

## 3. La cuenta financiera de España en 2011

Por primera vez desde el inicio de la UEM, las transacciones financieras entre España y el resto del mundo,

Gráfico 1

### BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y BALANZA DE CAPITAL

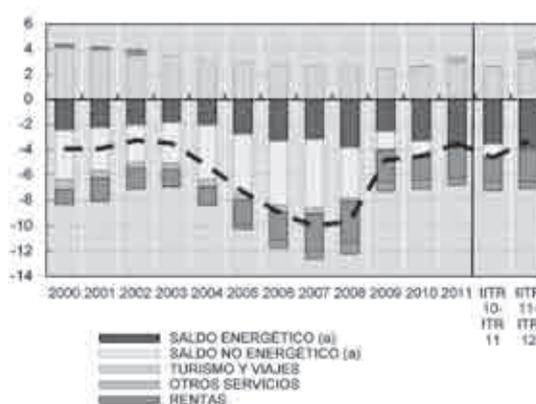
#### SALDOS

(Porcentaje del PIB)



#### BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. SALDOS

(Porcentaje del PIB)



(a) Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

Fuente: Banco de España y Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria.

excluido el Banco de España, generaron en 2011 salidas netas de capitales (véase gráfico 2), que ascendieron a 75.307 millones de euros (7% del PIB) y se concentraron en el segundo semestre. Estas salidas, junto con las necesidades de financiación acumuladas por la economía (32.278 millones de euros), se cubrieron principalmente con el descenso, por quinto año consecutivo, de los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo por valor de 109.153 millones de euros en 2011 (véase gráfico 3), variación que refleja de forma indirecta los elevados recursos que las entidades de crédito captaron en las subastas de liquidez del Eurosistema. Por componentes, los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema se redujeron en 124.056 millones de euros, mientras que los otros activos netos del Banco de España y las reservas aumentaron (en 4.893 millones y 10.010 millones, respectivamente).

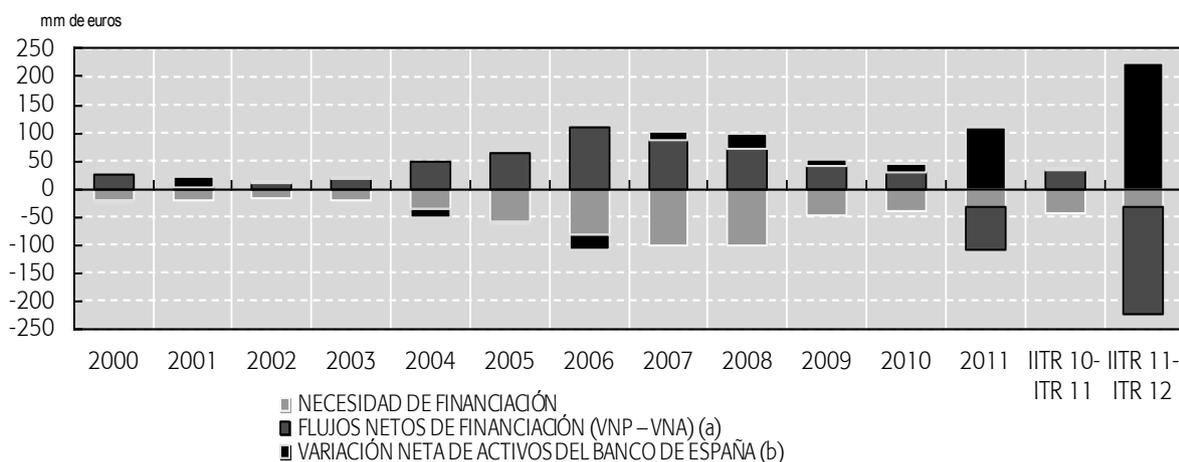
Al igual que en España, las transacciones financieras de la zona del euro estuvieron condicionadas por el impacto de la crisis de la deuda soberana y la preferencia de los inversores por activos más seguros y por activos nacionales, que se reflejó en una reducción del peso de los valores extranjeros en las carteras mantenidas por los residentes de la UEM y en una huida hacia la renta fija alemana, que actuó como activo refugio. Las dudas sobre la estabilidad de la zona del euro se intensificaron a partir del verano, cuando alcanzaron un carácter sistémico y afectaron a los canales habituales de transmisión de la política monetaria. Para frenar esta dinámica, los Go-

biernos europeos y las autoridades de la UEM adoptaron un conjunto amplio de medidas, que posteriormente se identificaron como insuficientes. Además de la ratificación a nivel nacional de los compromisos con la consolidación fiscal y con las reformas estructurales, a nivel europeo se reforzaron los instrumentos disponibles para mejorar la gestión de la crisis, ampliando su capacidad de reacción. Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE reaccionó adoptando una serie de medidas dirigidas a reafirmar el tono expansivo de la política monetaria, pero también a romper el proceso de retroalimentación entre riesgo soberano, crecimiento económico y sistema bancario. Estas medidas, algunas de ellas no convencionales, permitieron que las entidades de crédito que tenían problemas para captar fondos directamente en el interbancario los obtuvieran aumentando, como ya se ha comentado, su recurso al Eurosistema. Entre las medidas no convencionales destacaron la reanudación del Programa del Mercado de Valores y del segundo Programa de Adquisición de Bonos Bancarios Garantizados y, especialmente, las dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años. Todos estos elementos condicionaron la forma en la que las instituciones financieras españolas cubrieron sus necesidades de financiación y, por tanto, la evolución de los activos netos del Banco de España frente al Eurosistema en el último tramo de 2011 y los primeros meses de 2012.

Los flujos de la cuenta financiera se pueden analizar desde una doble óptica, a partir de los sectores insti-

Gráfico 2

## FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2000-ITR 2012)



(a) Excluido el Banco de España.

(b) Un signo negativo (positivo) supone un aumento (disminución) de los activos netos del Banco de España frente al exterior.

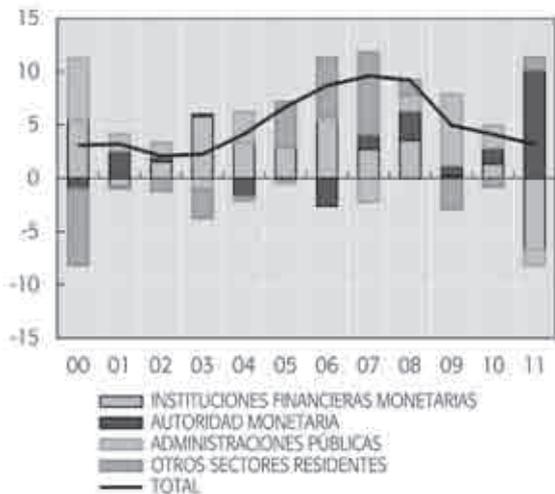
Fuente: Banco de España.

Gráfico 3

TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL POR SECTORES

EVOLUCIÓN POR SECTORES DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS (VNP-VNA)

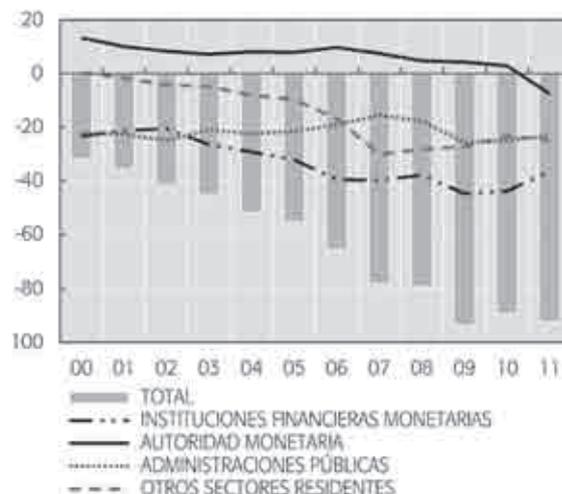
Porcentaje del PIB



PII NETA POR SECTORES

(EVOLUCIÓN 2000-2009)

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España.

tucionales<sup>4</sup> o de los instrumentos de inversión en los que se materializan. Considerando el primer punto de vista, las salidas netas acumuladas por la economía española en 2011 correspondieron mayoritariamente a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y, en menor medida, a las Administraciones Públicas (AAPP) (72.500 millones y 15.300 millones de euros, respectivamente). Por el contrario, los Otros Sectores Residentes (OSR), que aglutinan a las empresas no financieras, los hogares y otras instituciones (como las empresas de seguros y fondos de pensiones), captaron fondos por valor de 12.500 millones de euros. Cuando se consideran los instrumentos de inversión en los que se materializan las transacciones financieras con el resto del mundo, se observa que en 2011 se produjeron salidas netas de fondos en todos los instrumentos (véase gráfico 4), con

<sup>4</sup> La balanza de rentas de la inversión y las distintas rúbricas de la cuenta financiera se subdividen en los siguientes sectores institucionales: Banco de España, Instituciones Financieras Monetarias, Administraciones Públicas y Otros Sectores Residentes. Este último sector comprende las instituciones financieras no monetarias, las empresas de seguros y fondos de pensiones, las sociedades no financieras (públicas y privadas) y los hogares e instituciones sin fin de lucro (ISFL al servicio de los hogares).

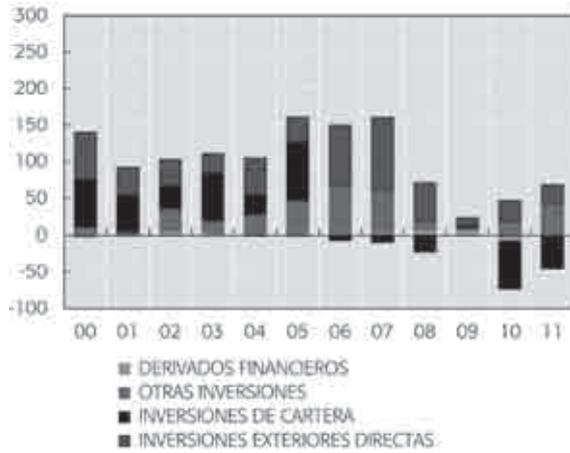
la excepción de los derivados financieros, destacando las salidas en forma de inversión de cartera y de otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*)<sup>5</sup>. Las salidas netas de las IFM se extendieron a todos los tipos de instrumentos financieros, debido, principalmente, a la adquisición de activos exteriores y a las desinversiones de no residentes en instrumentos de cartera y en otra inversión a corto plazo. Por lo que se refiere a las AAPP, los no residentes redujeron sus tenencias de deuda pública, tanto a corto como a largo plazo. Finalmente, las entradas netas registradas por los OSR reflejaron mayoritariamente las inversiones del exterior en forma de inversión exterior directa (IED) y, en el caso de la inversión de cartera, las ventas efectuadas por residentes de bonos y obligaciones y de títulos de renta variable extranjeros, que superaron las desinversiones de valores de renta fija que realizaron los no residentes. En los primeros meses de 2012 se han intensificado, en líneas generales, estas tendencias, con salidas netas de fondos significativas en forma de inversión en cartera y de otra inversión.

<sup>5</sup> Salvo indicación expresa, en esta sección se excluyen las operaciones financieras del Banco de España.

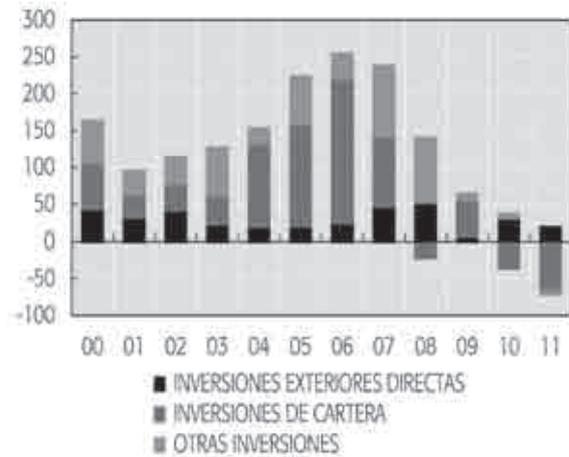
Gráfico 4

TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR, POR INSTRUMENTOS (a)

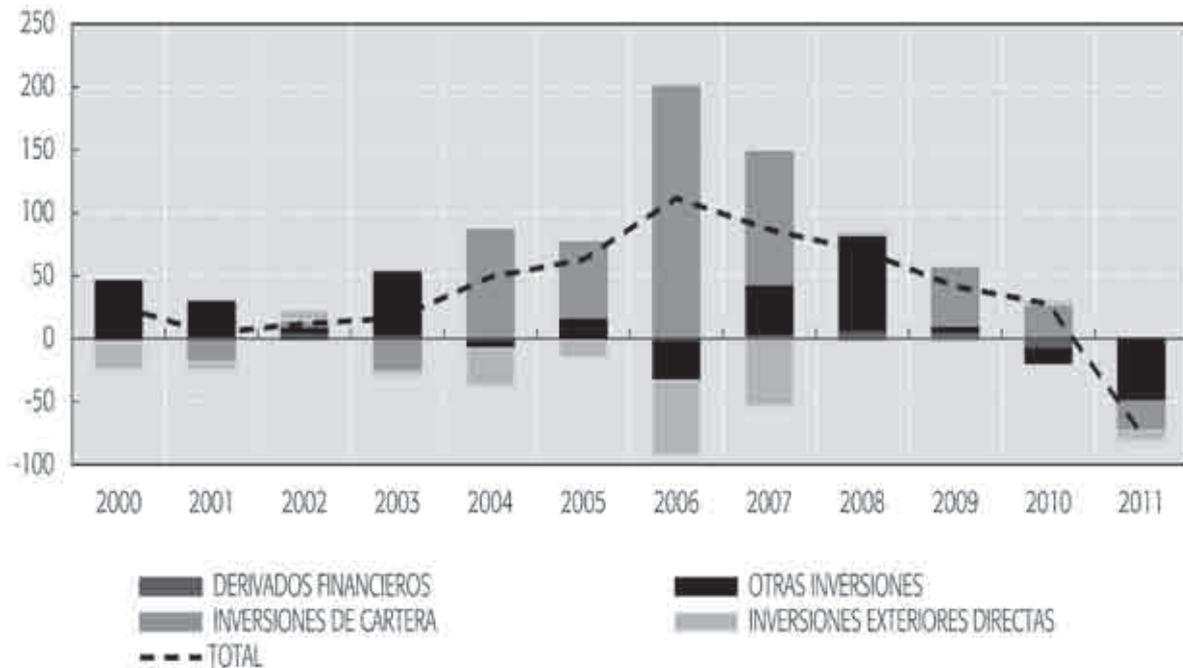
DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR  
VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS (b)  
mm de euros



DEL EXTERIOR EN ESPAÑA  
VARIACIÓN NETA DE PASIVOS  
mm de euros



NETO (VNP-VNA)  
mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

(b) Los derivados financieros se contabilizan como neto de netos y convencionalmente se han asignado a la variación neta de activos.

Fuente: Banco de España.

A continuación se analizan con mayor detalle las transacciones financieras de España con el exterior en 2011 correspondientes a cada instrumento de inversión.

a. Inversión exterior directa<sup>6</sup>

En 2011, la economía española acumuló salidas netas en forma de IED por valor de 6.428 millones de euros (0,6% del PIB), en un contexto de moderación

<sup>6</sup> Conviene recordar que los datos de IED en la Balanza de Pagos española incluyen las operaciones de las denominadas Empresas de Tenencias de Valores Extranjeros (ETVE), que, en términos generales, no dan lugar ni a entradas ni a salidas de capital, sino que representan, principalmente, anotaciones contables. Las ETVE han sido establecidas, con frecuencia en los últimos años, por grupos multinacionales no residentes para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores en terceros países. Esta rúbrica incluye otras empresas de holding que, no siendo estrictamente ETVE, se han establecido en España con la finalidad principal de canalizar inversiones directas. Si se descuentan las operaciones realizadas por las ETVE, el comportamiento de la IED no cambia significativamente en 2011 en términos cualitativos.

tanto de las inversiones directas de España en el exterior como, particularmente, de las del exterior en España (véase gráfico 5). Este retroceso contrasta con la recuperación que se observa a escala internacional, según los datos de la UNCTAD (2012), si bien las entradas de IED en las economías desarrolladas todavía permanecen por debajo de los niveles registrados antes del inicio de la crisis financiera, al igual que ocurre en España. El diferente grado de exposición de los países a la crisis financiera, junto con las diferentes perspectivas sobre la evolución económica, ha condicionado la dirección de los flujos internacionales de capitales de IED. Así, el peso relativo de las economías en desarrollo asiáticas y latinoamericanas, tanto como receptoras como emisoras de IED, ha aumentado en detrimento de los países desarrollados<sup>7</sup>.

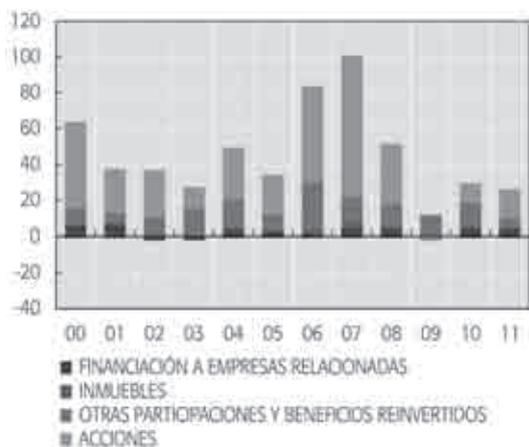
La inversión directa de España en el exterior se situó en 25.472 millones de euros, algo por debajo de la cifra del año anterior. Por instrumentos, las inversiones

<sup>7</sup> Para un análisis más detallado de las últimas tendencias de la IED, véase recuadro 2.1 de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2011, Banco de España, 2011.

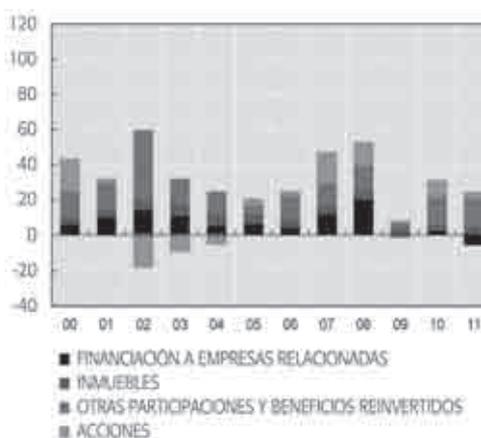
Gráfico 5

**INVERSIONES EXTERIORES DIRECTAS (a)  
TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

**SALIDAS**  
(Variación neta de activos)  
mm de euros



**ENTRADAS**  
(Variación neta de pasivos)  
mm de euros



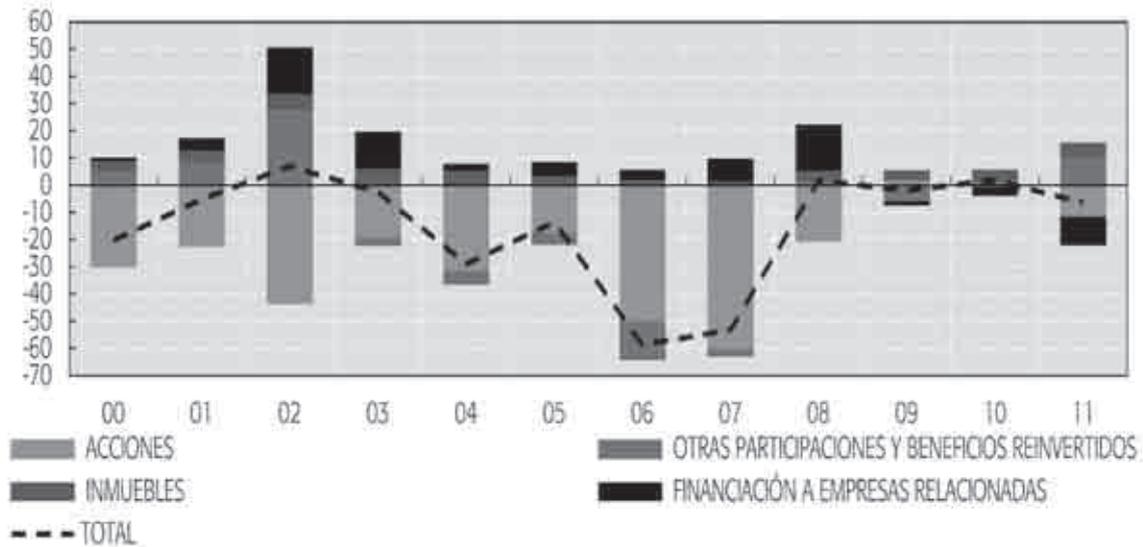
(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

Gráfico 5 (continuación)

### INVERSIONES EXTERIORES DIRECTAS (a) TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

NETO (VNP-VNA)  
mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

en el exterior se materializaron básicamente en forma de acciones y, en menor medida, en otras formas de participación en el capital, mientras que la financiación entre empresas relacionadas se mantuvo en niveles moderados. Atendiendo a los sectores de actividad, buena parte de la IED en el exterior se concentró en los sectores financiero y de transporte y comunicaciones. Por lo que se refiere a la desagregación geográfica, destacaron las inversiones en Latinoamérica y en los nuevos países miembros de la UE (en torno a un 35% y un 20% del total en 2011, respectivamente).

Las transacciones de inversión directa del exterior en España ascendieron a 19.044 millones de euros, lo que supone un retroceso interanual del 38%. El desglose por instrumentos muestra que la mayor parte de la IED recibida por la economía española se canalizó a través de las participaciones en el capital distintas de las acciones. La financiación entre empresas relacionadas originó en 2011 flujos netos de salida, ligados a las decisiones de gestión de la liquidez de las multinacionales en un entorno de

elevada incertidumbre. Por ramas de actividad, destacaron los flujos materializados en transporte y comunicaciones y en inmuebles. La mayor parte de las inversiones procedentes del exterior correspondieron a la UEM (60%).

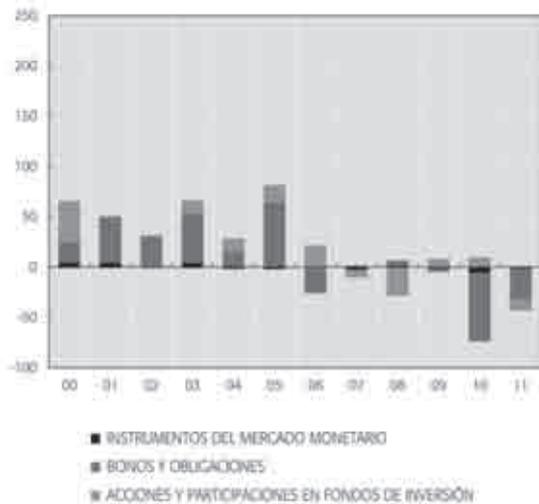
#### b. Inversión de cartera

Las transacciones en inversión de cartera originaron salidas netas de fondos en el conjunto de 2011 por valor de 23.948 millones de euros (2,2% de PIB), al superar las desinversiones efectuadas por no residentes en valores españoles las realizadas por residentes españoles en títulos extranjeros (véase gráfico 6). Este proceso de desinversión se enmarca, como ya se ha comentado, en un contexto de reducción generalizada del peso de títulos extranjeros en las carteras de los inversores internacionales. Estas salidas netas se concentraron en valores de renta fija, mientras que las transacciones en renta variable permitieron captar financiación neta del exterior, es decir, se registraron entradas netas de fondos, aunque esto reflejó, sobre todo, las ventas de acciones extranjeras realizadas por los residentes españoles.

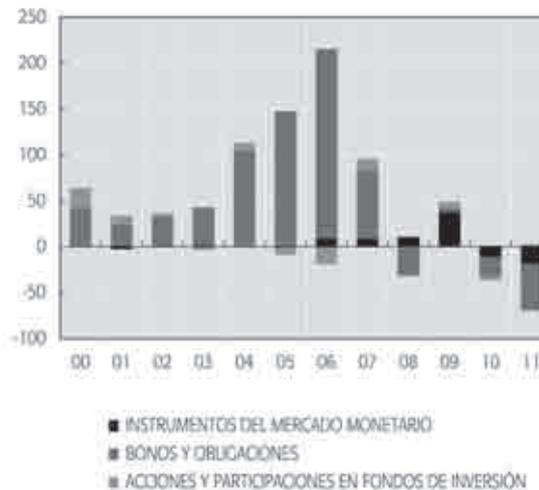
Gráfico 6

**INVERSIONES DE CARTERA (a)**  
**TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

**SALIDAS**  
 (Variación neta de activos)  
 mm de euros



**ENTRADAS**  
 (Variación neta de pasivos)  
 mm de euros



**NETO (VNP-VNA)**  
 mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

Por lo que se refiere a la inversión de cartera de España en el exterior, los residentes desinvertieron 42.336 millones de euros (3,9% del PIB) en títulos de inversión de cartera, debido a las ventas de bonos y obligaciones extranjeros (30.745 millones) y también, aunque en menor medida, de renta variable. Por sectores institucionales, la mayor parte de estas desinversiones correspondió a las instituciones financieras no monetarias<sup>8</sup>. También las AAPP, concretamente el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, redujo sus tenencias de deuda pública extranjera, siguiendo con la estrategia de recomposición de su cartera a favor de valores emitidos por el Tesoro español.

También los no residentes realizaron cuantiosas desinversiones en títulos españoles, que alcanzaron 66.284 millones de euros (6,2% del PIB). Fundamentalmente, los no residentes vendieron valores de renta fija (68.913 millones de euros), en particular bonos y obligaciones emitidos por el sector privado (43.283 millones, frente a 13.000 millones de euros de instrumentos del mercado monetario). También disminuyeron las tenencias de no residentes de deuda pública a largo plazo (5.809 millones). Es importante recordar que estas desinversiones se producen bien porque no se han renovado los bonos y obligaciones en los que se había invertido tras su vencimiento o bien porque los no residentes han decidido vender estos títulos en el mercado antes de su vencimiento. En cuanto a sus inversiones en renta variable española, los no residentes incrementaron sus tenencias de acciones españolas por un importe de 2.629 millones. Como resultado de todas estas operaciones, en el conjunto de 2011 se produjeron importantes desinversiones del exterior en valores emitidos por el sector privado, que alcanzaron un 5% del PIB en 2011, cifra similar a la registrada el año anterior, y un 1,1% del PIB en títulos del sector público, lo que contrasta con las adquisiciones netas de años previos.

#### c. Otras inversiones (préstamos, depósitos y *repos*)

Las operaciones en otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*) con el resto del mundo dieron lugar a salidas netas de fondos de 47.437 millones de euros en 2011 (4,4% del PIB). En este caso, las salidas netas se explican tanto por las desinversiones de los no residentes como por el aumento de los depósitos en el exterior de los españoles (véase gráfico 7). Atendiendo al plazo de emisión, estas salidas netas se canalizaron, fundamentalmente, mediante instrumentos

<sup>8</sup> Fundamentalmente, Fondos de inversión, Empresas de Seguros y Fondos de pensiones, que se agrupan dentro de los "Otros Sectores Residentes".

de corto plazo (48.400 millones de euros). Como resulta habitual, la evolución de esta rúbrica estuvo muy condicionada por las operaciones de las IFM, que generaron salidas netas por valor de 37.500 millones (3,4% del PIB), que refleja los problemas de las entidades financieras para captar fondos en los mercados internacionales. Las IFM decidieron recurrir a las subastas de liquidez a tres años del Eurosistema, lo que, dadas las favorables condiciones y plazos, hizo que algunas entidades utilizaran una proporción de los recursos obtenidos para reemplazar otras formas de endeudamiento, como el interbancario colateralizado, frente al exterior. Las operaciones en otra inversión del resto de sectores también originaron salidas netas de fondos, aunque bastante más moderadas.

La otra inversión de España en el exterior se incrementó notablemente en 2011, hasta 42.464 millones de euros. La mayor parte de estas operaciones correspondió a las IFM, que se materializaron principalmente en instrumentos de largo plazo (26.821 millones de euros) -superando ampliamente las desinversiones en activos de corto plazo-. Las sociedades no financieras también aumentaron en 2011 sus depósitos en el exterior.

Por su parte, la otra inversión del exterior en España generó salidas de fondos por valor de 4.972 millones de euros en 2011, como resultado de las desinversiones en instrumentos de corto plazo (39.480 millones), que correspondieron principalmente a depósitos y *repos* mantenidos por los no residentes en las IFM. Las desinversiones de no residentes en este tipo de instrumentos reflejaron, sobre todo, la no renovación de los depósitos y *repos* que mantenían en las IFM en la segunda mitad del año.

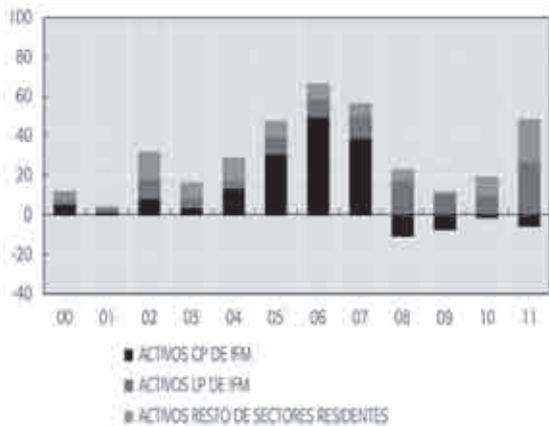
#### d. Instrumentos financieros derivados

Las operaciones en instrumentos financieros derivados generaron en 2011 entradas netas de fondos (2.505 millones de euros), muy inferiores a las registradas el año anterior. Como resulta habitual, las transacciones en derivados financieros fueron realizadas, fundamentalmente, por las IFM en mercados no organizados. Es importante tener en cuenta que este tipo de operaciones responden principalmente a decisiones estratégicas y de cobertura de riesgo de los agentes, por lo que las transacciones en este tipo de instrumentos suelen presentar una volatilidad elevada y aumentar en momentos de incertidumbre.

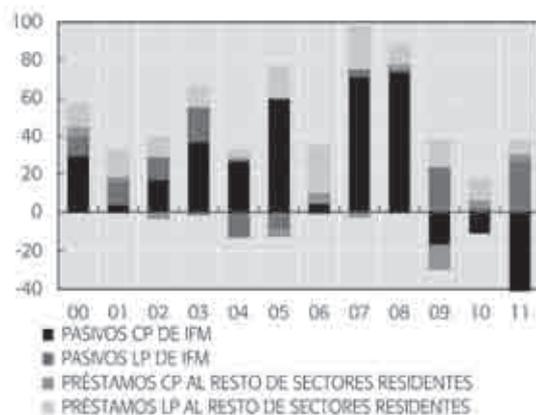
Gráfico 7

**OTRAS INVERSIONES (a)**  
**TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

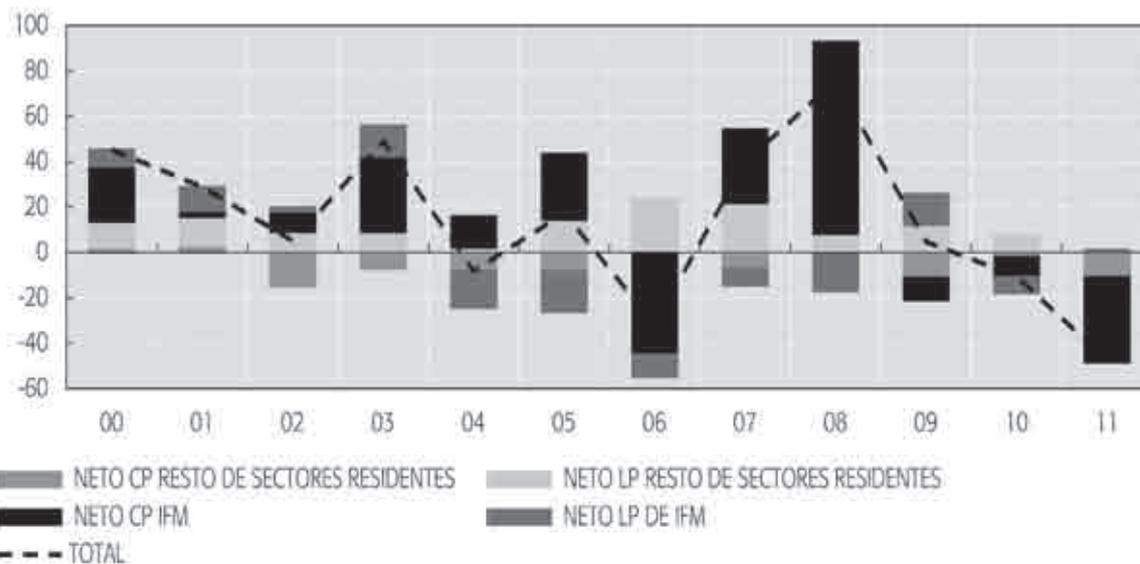
**SALIDAS**  
 (Variación neta de activos)  
 mm de euros



**ENTRADAS**  
 (Variación neta de pasivos)  
 mm de euros



**NETO (VNP-VNA)**  
 mm de euros



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Banco de España.

## 4. Conclusiones

La necesidad de financiación de la economía española continuó disminuyendo en 2011, hasta situarse en el 3% del PIB, 0,9 pp menos que el año anterior, como consecuencia de un descenso más pronunciado de la inversión que del ahorro nacional. De cara a 2012, se prevé que continúe esta tendencia, dada la perspectiva de debilidad de la demanda interna y el proceso de desapalancamiento en el que está inmersa la economía española.

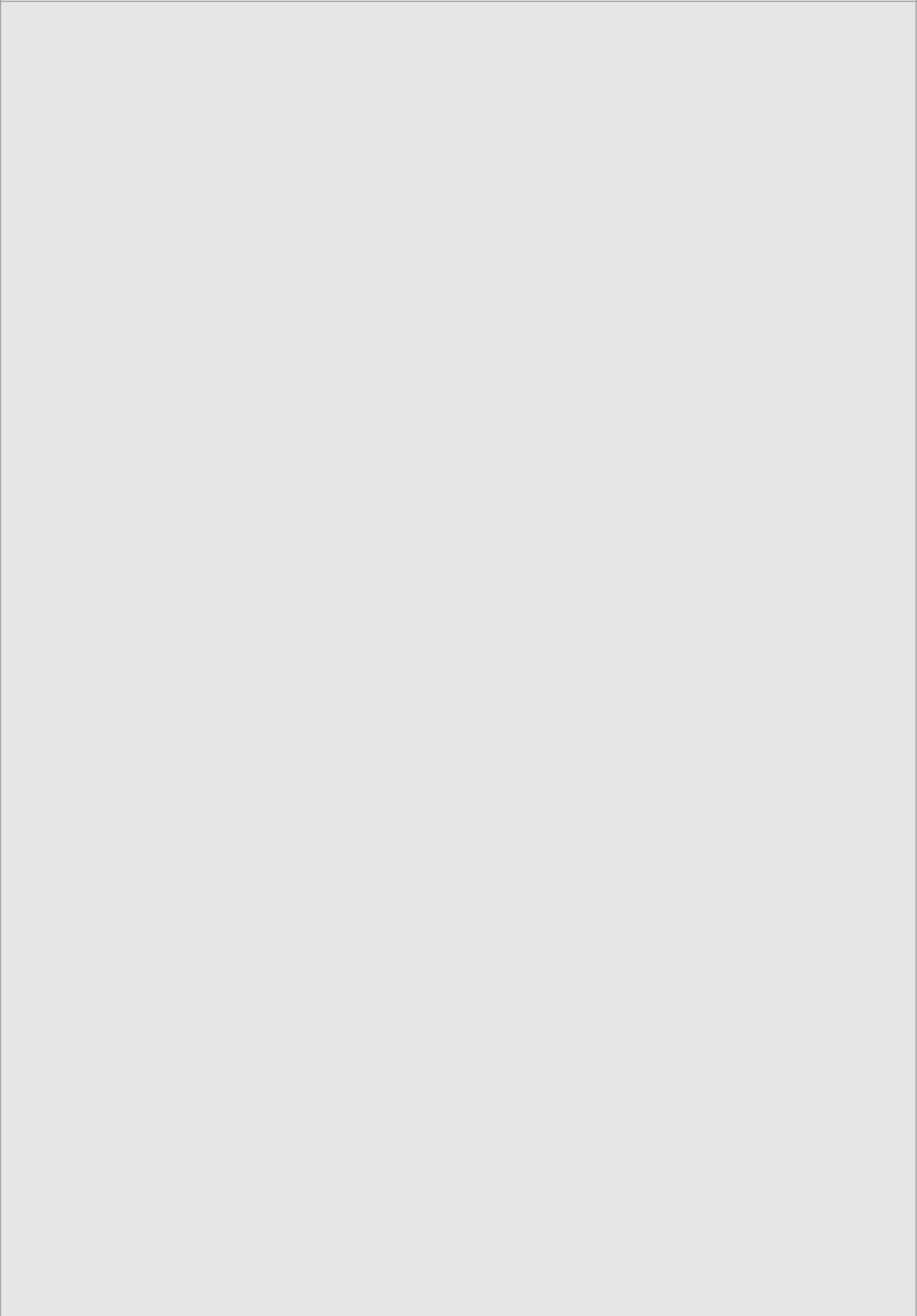
Las transacciones financieras de la economía española con el resto del mundo se vieron condicionadas por el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, que se intensificó sobre todo a partir del verano de 2011 y afectó con particular intensidad a España. En este contexto, las operaciones financieras entre nuestro país y el resto del mundo, excluido el Banco de España, acumularon salidas netas que alcanzaron el 7% del PIB el pasado año. Esas salidas de capital y el déficit exterior fueron financiados a través de la disminución de los activos exteriores netos del Banco de España, que se redujeron un 10,2% del PIB, lo que refleja de forma indirecta los elevados recursos que las entidades de crédito captaron el pasado año en las subastas de liquidez del Eurosistema.

En 2011, se produjeron salidas netas de fondos en todos los instrumentos de inversión, con la excepción

de los derivados financieros, y fueron particularmente significativas en la inversión de cartera y en los préstamos, depósitos y repos, que se engloban dentro de la "otra inversión". En los primeros meses de 2012, han continuado registrándose salidas netas de fondos por una cuantía apreciable y, aunque decreciente, un cierto déficit exterior, por lo que los activos exteriores netos del Banco de España han seguido disminuyendo.

## Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2012), *Informe Anual 2011*.
- BANCO DE ESPAÑA (2012), *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2011*.
- BCE (2012), *Informe Anual 2011*.
- FMI (1993), *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MATEA, M.<sup>a</sup> LLANOS (2012), "Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- UNCTAD (2012), *World Investment Report 2011*.



# Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Novedades 2011 - 2012

Valentín Pich Rosell\*

---

## 1. Introducción

Llevamos un tiempo inmersos en un escenario continuo de cambios producidos por la situación económica y el sistema tributario español no es una excepción y trata de adaptarse a la nueva realidad. En concreto, en lo que se refiere al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas las medidas aprobadas se han instrumentado a través de Reales Decretos-leyes. En unas ocasiones se pretende consolidar la recaudación y que no disminuya o que lo haga lo menos posible y, en otros casos, se intenta incentivar determinados comportamientos de los contribuyentes para dinamizar la actividad económica. Se tocan prácticamente todos los "palos" del Impuesto.

Hay que recordar que este Impuesto, además de producir un efecto balsámico de redistribución de la riqueza, constituye la principal fuente de ingresos del Estado, representando el 44 por 100, porcentaje nada desdeñable del total de los ingresos tributarios, aunque la mitad va a parar a manos de las Comunidades Autónomas y, al tiempo constituye una carta de acreditación para el cobro y la obtención de ventajas de tipo social.

A continuación vamos a sintetizar todas las medidas aprobadas durante los períodos impositivos de 2011 y 2012.

---

\* Presidente Pich Asociados.

---

## 2. Novedades 2011

---

### Exenciones

Las cantidades percibidas como consecuencia de las indemnizaciones, resarcimientos o ayudas de carácter económico a que se refiere la ley 29/2011, de 22 de septiembre, de Reconocimiento y Protección Integral a las Víctimas del Terrorismo.

La nueva ley del Juego (Ley 13/2011, de 13 de mayo) modifica la exención de los premios, regulada en el artículo 7.º de la ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, de tal manera que solo será aplicable a los premios de loterías y, respecto a los demás, solo a los juegos que ya venían comercializando con anterioridad a dicha norma las entidades organizadoras de juegos exentos, esto es: Sociedad Estatal de Loterías y Apuestas del Estado, órganos o entidades similares de las Comunidades Autónomas, Cruz Roja Española y la ONCE. Este cambio tiene su razón de ser en que, a partir de ese momento, los nuevos juegos compitan en igualdad de condiciones independientemente de la entidad organizadora.

---

### Rendimientos del trabajo

Límite de 300.000 euros al importe de los rendimientos del trabajo irregulares que pueden reducirse (en un 40 por 100), lo que supone una reducción máxima anual por declaración de 120.000 euros.

La medida tiene efectos para rendimientos devengados (que sean exigibles) a partir de 1 de enero de 2011. Solo afecta a rendimientos del trabajo, no a rendimientos de actividades económicas o del capital inmobiliario. Tampoco afecta a rendimientos del trabajo como pensiones percibidas en forma de capital de la Seguridad Social por incapacidad, jubilación o accidente, ni a las de este tipo que paguen las mutualidades de funcionarios o los sistemas de previsión social.

Afecta a bonus, premios de jubilación, indemnizaciones por despido no exentas o cantidades satisfechas cuando se resuelve la relación laboral de mutuo acuerdo.

Este límite convive con el específico de las opciones sobre acciones.

---

### Rendimientos en especie

#### Cheque transporte

No se consideran rentas en especie las cantidades satisfechas por la empresa a las entidades de transporte público colectivo de viajeros. A partir de 2011 se puede instrumentar a través de tarjetas electrónicas cuando se cumplan los siguientes requisitos: solo pueden utilizarse para adquirir títulos de transporte, se establece un límite mensual de 136,36 euros junto con el anual de 1.500 euros, han de estar numeradas, ser nominativas, intransmisibles, no reembolsables y que figure la entidad emisora, debiendo conservar la empresa el número de documento y la cuantía de cada una que haya entregado.

#### Uso de nuevas tecnologías

Se prorroga a 2011, como retribución en especie que no tributa el tratamiento de los gastos efectuados por la empresa para habituar a los empleados al uso de las nuevas tecnologías, sin esta medida habría desaparecido el incentivo. También al empleador persona física se le prorroga la deducción del 1 ó 2% sobre estos gastos o inversiones.

---

### Rendimientos del capital inmobiliario

Se incrementa la reducción general del rendimiento neto, para el propietario de vivienda alquilada, del 50 al 60%.

Para aplicar la reducción del 100% por el propietario que alquila vivienda a jóvenes, se reduce la edad del inquilino, que hasta 2010 era de 18 a 35 años, a la banda

entre 18 y 30 años. No obstante, se establece un régimen transitorio de tal forma que los propietarios que hayan firmado el contrato de alquiler antes del fin de 2010 pueden aplicar la reducción del 100% hasta que su inquilino cumpla los 35 años.

---

### Rendimientos de actividades económicas

Libertad de amortización para elementos nuevos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias sin que el beneficio quede condicionado al mantenimiento de plantilla.

Como ocurría en este incentivo cuando los elementos eran puestos a disposición de la empresa en 2009-2010, los elementos han de estar afectos. La puesta a disposición ha de ser en el período 2011-2015, aunque si fue entre el 3 de diciembre de 2010 y el 31 de diciembre de ese mismo año pueden amortizarse libremente en 2011 sin mantener empleo.

El límite del importe amortizable por esta vía es el rendimiento neto positivo de la actividad económica, previo a la amortización y a los gastos de difícil justificación, a la que se afecten los bienes. Para la libertad de amortización con mantenimiento de plantilla vigente en 2009-2010, no existía dicho límite.

Modificaciones en el régimen de empresas de reducida dimensión, que da derecho a aplicar los siguientes beneficios fiscales

Se incrementa de ocho a diez millones de euros el importe neto de la cifra de negocios del empresario o profesional a partir del cual se sale del régimen (siempre se sale en el ejercicio siguiente al que se supera el umbral). Si se llega a dicha cifra, siempre que se haya sido empresa de reducida dimensión en el año en que ocurre y en los dos anteriores, el régimen queda prorrogado por tres años, sea cual sea en esos ejercicios la cifra de negocios. Se aplica a los contribuyentes que determinen el rendimiento neto en cualquiera de las dos modalidades de estimación directa.

También se amplía de ocho a diez millones de euros la cifra de negocios del ejercicio, que se ha de superar, si el valor de mercado del conjunto de operaciones vinculadas en el año no supera 100.000 euros, para la exención legal de documentar las operaciones vinculadas.

### Régimen de módulos

Se continúa con la reducción general del 5% del rendimiento neto de módulos. Asimismo, se reducen los índices de rendimiento neto de algunas explotaciones agrarias como uva de mesa, flor cortada y plantas ornamentales, y tabaco.

Reducción del 65% del rendimiento neto de módulos en determinadas actividades económicas desarrolladas en el término municipal de Lorca.

### Ganancias y pérdidas patrimoniales

#### Capital semilla

Se establece una nueva exención para las ganancias patrimoniales producidas en la salida de "capital semilla", novedad introducida por el artículo 14 del Real Decreto-ley 8/2011 de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, control del gasto público, fomento de la actividad empresarial e impulso a la rehabilitación, estando sometida a multitud de requisitos, entre los que se encuentra que las participaciones se hayan adquirido a partir de la entrada en vigor de la norma (7 de julio de 2011) y que hayan tenido una permanencia en el patrimonio del contribuyente de entre tres y diez años. Por lo tanto, este incentivo no se materializará, como pronto, hasta 2014.

#### Zonas de catástrofes naturales

No se integran en la base del impuesto, las indemnizaciones y ayudas públicas percibidas a partir del 14 de mayo de 2011 por daños causados por los movimientos sísmicos en Lorca, tanto si se perciben por la destrucción de elementos asegurados o por la reparación de daños.

#### Tarifa estatal:

La nueva tarifa supone un encarecimiento en los tramos añadidos, a partir de 120.000 y 175.000 euros, de

Base liquidable Hasta euros	Cuota íntegra Euros	Resto base liquidable Hasta euros	Tipo aplicable Porcentaje
0	0	17.707,20	12
17.707,20	2.124,86	15.300,00	14
33.007,20	4.266,86	20.400,00	18,5
53.407,20	8.040,86	66.592,80	21,5
120.000,20	22.358,36	55.000,00	22,5
175.000,20	34.733,36	En adelante	23,5

uno y dos puntos respectivamente. Junto con la tarifa autonómica, dependiendo de la que haya establecido cada comunidad, los tipos finales oscilarán desde el 23,6 al 49%.

### Deducciones

#### Supresión del cheque-bebé

Ya no se aplica a los nacimientos y adopciones a partir de 1 de enero de 2011.

#### Deducción por adquisición de vivienda

Aunque la Ley de Presupuestos para 2011 modificó la deducción por adquisición de vivienda en el sentido de limitar la deducción a bases imponibles inferiores a 24.107,20 euros, finalmente dicha modificación no ha llegado a aplicarse por lo prevenido en el Real Decreto-ley 20/2011 que dejó este incentivo fiscal en la misma situación que en 2010, excepto en lo que se refiere a la base máxima de deducción que pasa de 9.015 a 9.040 euros.

El porcentaje sigue siendo el 7,5%, al que habrá que sumar otro tanto del tramo autonómico, excepto que la Comunidad Autónoma haya regulado un porcentaje distinto. Si se trata de obras e instalaciones para la adecuación de vivienda a los discapacitados, los porcentajes serán el 10% estatal más otro 10% (o el que se fije por la Autonomía).

#### Deducción por alquiler de vivienda

El tipo de deducción sigue siendo el 10,05%. Los límites de la base de deducción (en 2011 son los mismos que se habían previsto para la deducción por adquisición de vivienda) son los siguientes: Si la base imponible del contribuyente es de 24.107,20 euros o superior, no es posible deducirse. Si la base imponible no supera los 17.707,20 euros, la base de deducción será la máxima de 9.040 euros.

Para bases imponibles entre 17.707,20 euros y 24.107,20 euros la base de deducción va decreciendo y habrá que aplicar la siguiente ecuación:

$$BD = 9.040 - (BI - 17.707,20) \times 1,4125.$$

#### Deducción por obras de mejora

Los contribuyentes cuya base imponible sea inferior a 71.007,20 anuales, podrán deducirse el 20% de las cantidades satisfechas desde el día 7 de mayo de 2011 hasta el 31 de diciembre de 2012 por las obras realizadas durante

dicho período en cualquier vivienda de su propiedad o en el edificio en la que ésta se encuentre, siempre que tengan por objeto la mejora de la eficiencia energética, la higiene, salud y protección del medio ambiente, la utilización de energías renovables, la seguridad y la estanqueidad, y en particular la sustitución de las instalaciones de electricidad, agua, gas u otros suministros, o favorezcan la accesibilidad al edificio o las viviendas, así como por las obras de instalación de infraestructuras de telecomunicación realizadas durante dicho período que permitan el acceso a Internet y a servicios de televisión digital en la vivienda del contribuyente. Algunas obras que podrían acogerse a este beneficio fiscal podrían ser las siguientes:

Las obras no podrán abonarse en metálico. La base máxima de esta deducción será de 6.750 € si la base imponible es igual o inferior a 53.007,20 €. Cuando esté comprendida entre 53.007,20 y 71.007,20 € vendrá determinada por:

$$6.750 - [0,375 \times (\text{base imponible} - 53.007,20)]$$

En ningún caso, la base acumulada de la deducción correspondiente a los períodos impositivos en que ésta sea de aplicación podrá exceder de 20.000 € por vivienda.

Las cantidades satisfechas en el ejercicio no deducidas por exceder de la base máxima anual de deducción podrán deducirse, con el mismo límite, en los cuatro ejercicios siguientes.

Hay que indicar que existe un régimen transitorio para los contribuyentes que antes del día 7 de mayo de 2011 hayan satisfecho cantidades por las que hubieran tenido derecho a la deducción por obras de mejora en la vivienda habitual, conforme a la redacción original de la disposición adicional vigésima novena de la Ley del impuesto, aplicarán la deducción en relación con tales cantidades conforme a la citada norma.

### Compensaciones fiscales

La Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada ejercicio ha venido estableciendo las compensaciones, en la declaración del año anterior, para contribuyentes que hubieran cedido capitales a terceros o contratado operaciones de seguro, siempre que los productos hubieran sido contratados antes del 20 de enero de 2006 y la tributación por la ley vigente les perjudique respecto a la normativa anterior.

Igualmente, la citada Ley ha establecido la compensación para adquirentes de vivienda que hayan utilizado financiación ajena en su adquisición. Así, la Ley de presupuestos para 2011 reguló las compensaciones para 2010. Entendemos que, independientemente de que esta cuestión se regulará en la norma presupuestaria que acaba de iniciar su tramitación (de hecho se incluye en el Proyecto de Ley), la prórroga de los Presupuestos de 2011 también podría alcanzar a estas compensaciones, por lo que se aplicarán en la declaración de 2011.

## 3. Novedades 2012

### Rendimientos del trabajo

También se prorroga para 2012, como ya anunciamos para 2011, la consideración de retribución en especie que no tributa de los gastos e inversiones efectuados por la empresa para habituar a los empleados al uso de las nuevas tecnologías, cuando su utilización solo pueda realizarse fuera del lugar y horario de trabajo. También al empleador persona física se le prorroga la deducción del 1 ó 2% sobre estos gastos o inversiones.

### Rendimientos de actividades económicas

Se prorroga la aplicación de la reducción del 20% del rendimiento neto de actividades económicas por mantenimiento o creación de empleo, incentivo que, inicialmente, solo estaba previsto para microempresas que mantuvieran la plantilla de cada uno de los años 2009, 2010 y 2011, con respecto a la existente en 2008. Ahora se aplicará si se mantiene la de 2012 con respecto a la de 2008.

### Libertad de amortización

Los contribuyentes con inversiones en activos fijos nuevos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias, realizadas a partir del 31 de marzo de 2012, no tendrán derecho a aplicar este incentivo, salvo que la empresa sea de reducida dimensión y haya creado empleo, todo ello en las condiciones del artículo 109 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades o que se trate de bienes de escaso valor. Por otra parte, respecto de las inversiones realizadas en 2009, 2010, 2011 y hasta la mencionada fecha de 2012, en caso de no tratarse de empresas de reducida dimensión, se limita la libertad de amortización anual de las cantidades que estén pendientes de aplicar.

La Orden EHA/3257/2011, que aprueba los módulos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas para 2012 mantiene la reducción general del rendimiento neto en un 5%.

Igual que en 2011, las actividades económicas del ANEXO II de la Orden que aprueba los modelos para 2012, desarrolladas en el término de Lorca, pueden reducir el rendimiento neto por módulos un 65%.

### Ganancias y pérdidas patrimoniales

Según el Real Decreto-ley 6/2012, estarán exentas las ganancias patrimoniales que se pudieran generar en los deudores con hipoteca inmobiliaria, con ocasión de la dación en pago de su vivienda prevista en dicha norma.

Si en 2012 y siguientes se transmite un bien al que se aplicó la libertad de amortización con mantenimiento de plantilla o sin él (no la libertad de amortización del

desde 12 de mayo de 2012 a 31 de diciembre de 2012. No será aplicable esta exención si se adquiere o transmite al cónyuge o cualquier persona hasta el segundo grado de parentesco, a sociedades dominadas por esas personas. Respecto a la transmisión de vivienda habitual, lo que no quede exento por reinversión puede beneficiarse de exención al 50%.

### Tarifas

Se modifica para 2012 y 2013 la tarifa del Impuesto.

### Gravamen de la base liquidable general

Se establece un gravamen complementario a la cuota íntegra estatal que se concreta en la siguiente escala complementaria.

La tarifa agregada en las Comunidades Autónomas que en 2012 y 2013 conservan la tarifa que se aplicaba por defecto en 2010, coincidiendo con la escala que se

Base liquidable Hasta euros	Incremento en cuota estatal Euros	Resto base liquidable Hasta euros	Tipo aplicable Porcentaje
0	0	17.707,20	0,75
17.707,20	132,80	15.300,00	2
33.007,20	438,80	20.400,00	3
53.407,20	1.050,80	66.593,00	4
120.000,20	3.714,52	55.000,00	5
175.000,20	6.464,52	125.000,00	6
300.000,20	13.964,52	en adelante	7

artículo 109 de la norma reguladora del Impuesto sobre Sociedades), al calcular la ganancia o pérdida patrimonial no se ha de tener en cuenta el exceso de amortización aplicado al utilizar este incentivo, sino que dicho exceso se le hace tributar como rendimiento íntegro de la actividad económica.

Se declaran exentas al 50% las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de inmuebles adquiridos

aplica a efectos de calcular la retención de los rendimientos del trabajo, será la siguiente:

### Gravamen de la base del ahorro

Se establece un gravamen complementario a la cuota íntegra estatal que se concreta en la siguiente escala complementaria.

La tarifa agregada resultante es la siguiente:

Base liquidable Hasta euros	Incremento en cuota estatal Euros	Resto base liquidable Hasta euros	Tipo aplicable Porcentaje
0	0	17.707,20	24,75%
17.707,20	4.382,53	15.300,00	30,00%
33.007,20	8.972,53	20.400,00	40,00%
53.407,20	17.132,53	66.593,00	47,00%
120.000,20	48.431,24	55.000,00	49,00%
175.000,20	75.381,24	125.000,04	51,00%
300.000,20	139.131,24	en adelante	52,00%

## Retenciones

### Rendimientos del trabajo

A partir de febrero de 2012 el cálculo de las retenciones por rendimientos del trabajo se realiza aplicando la tarifa

Base liquidable Hasta euros	Cuota íntegra. Euros	Resto base liquidable. Hasta euros	Tipo aplicable %
0	0	6.000	2
6.000,00	120	18.000	4
24.000,00	840	en adelante	6

agregada con tipos del 24,75 al 52% como hemos visto antes.

### Rendimientos del capital mobiliario

El tipo de retención pasa, desde 1 de enero de 2012, del 19 al 21%.

### Retribuciones a administradores y miembros de consejos de administración

Pasa, desde 1 de enero de 2012, del 35% al 42%.

Base liquidable Hasta euros	Cuota íntegra. Euros	Resto base liquidable. Hasta euros	Tipo aplicable %
0	0	6.000	21
6.000	1.260	18.000	25
24.000	5.760	en adelante	27

### Otras rentas

La retención de transmisiones de participaciones en instituciones de inversión colectiva, aprovechamientos en montes públicos vecinales, premios, arrendamiento y subarrendamiento de inmuebles y propiedad intelectual e industrial, asistencia técnica, etc. pasa del 19 al 21%.

Finalmente hay que apuntar que se proyectan regular dos deducciones, que aunque afectan al Impuesto sobre Sociedades, podrán aplicarlas igualmente los empresarios o profesionales que determinen sus rentas en el Impuesto sobre la Renta por el método de la estimación directa. En concreto se refieren a cuando, a través de un contrato por tiempo indefinido, se contrate al primer trabajador menor de 30 años ó a personas en situación de desempleo.

## De la vieja Europa keynesiana a la nueva Europa alemana

Francisco Cabrillo\*

### 1. Virtudes privadas y beneficios públicos

¿Es posible vivir en concordia con un país cuyos habitantes tienen la mala costumbre de trabajar? Y, además, por si esto no fuera bastante problema, resulta que ahorran, que consumen por debajo de sus posibilidades, que son competitivos y que exportan buena parte de lo que producen. Algunos creen que esto no solo es injusto; también es antieuropeo.

Me temo que no exagero un ápice si afirmo que esto es lo que piensa, en estos momentos, mucha gente, empezando por bastantes políticos que han dejado claro que no les gusta nada que los alemanes digan claramente que las normas están para cumplirlas y que, cuando tomaron la decisión de renunciar al marco y pasar a integrarse en la zona euro, lo hicieron con unas determinadas condiciones, establecidas con el objetivo de garantizar la estabilidad de la nueva moneda; y que no están dispuestos, por tanto, a que se modifiquen para solucionar los problemas de quienes no han cumplido aquello a lo que se comprometieron en su día.

Desde hace bastante tiempo se viene criticando a Alemania, también, por el hecho de tener un superávit sustancial en su balanza comercial. Tal como están las cosas resulta inevitable que este razonamiento implique una comparación de Alemania con China; y no tanto para destacar el importante papel que desempeñan en

la economía mundial, como para acusar a los alemanes de ser los malos de la historia, egoístas insolidarios que solo miran por sus propios intereses. A los chinos se les ha atacado, durante mucho tiempo, por negarse a revaluar su moneda, medida que sería equivalente a poner un freno a sus propias exportaciones y a incrementar sus importaciones. Como a los alemanes no se les puede pedir que revalúen, ya que no tienen moneda propia, se les exige, al menos en Europa, que consuman e importen más. En pocas palabras, los alemanes parecen haberse convertido en las abejas laboriosas de Mandeville, cuya austeridad y espíritu de trabajo están llevando a la pobreza a todo el mundo. En el fondo, nos encontramos, una vez más, con un debate muy antiguo en la historia del pensamiento económico, que no parece que haya encontrado una solución generalmente aceptada tras dos siglos y medio de controversia.

### 2. La política económica europea: una visión institucional

Resulta claro que estas críticas reflejan una forma de entender la economía muy alejada de los principios básicos que constituyen el fundamento de la economía de mercado. Y poca duda cabe de que en Europa están muy extendidas las opiniones críticas a la economía liberal que resaltan la importancia de las decisiones colectivas y consideran que sólo desde el poder público se pueden ofrecer soluciones a los problemas que plantea una crisis como la que hoy vivimos. Un especialista en historia económica, David Todd, publicó, hace poco tiempo, un libro muy interesante sobre lo que él de-

\* Catedrático de la Universidad Complutense de Madrid.

nomina la “identidad económica” de Francia. Aunque el estudio se centra en el siglo XIX, muchas de sus conclusiones tienen una sorprendente actualidad. De especial interés es la idea de que una sociedad bien organizada no puede someterse a la incertidumbre de los mercados internacionales. Y por sociedad bien organizada se entiende aquella que está compuesta no por personas individuales que actúan en la búsqueda de sus propios intereses, sino por grupos interdependientes, cuyas relaciones deben ser coordinadas por el poder político. En el Antiguo Régimen esta función era desempeñada por el monarca absoluto; pero el paso del tiempo y la democracia no habrían introducido cambios sustanciales en esta visión de la sociedad, ya que lo único que habrían hecho sería atribuir tal responsabilidad a gobiernos elegidos por los ciudadanos. En todo caso, en este modelo no es fácil encajar ni un gobierno que se limite a diseñar unas reglas de juego que partan de la neutralidad del sector público, ni la apertura de la economía al exterior, ya que, en ambos casos se estaría dejando fuera del control político lo fundamental de la actividad económica. No se trata de que el resultado final sea necesariamente una economía planificada o aislada del exterior. Pero no cabe duda de que esta actitud contribuye a que se vean con mucha desconfianza unas actividades de producción, comercio y consumo que no pueden explicarse desde una interpretación de la sociedad que tiene como protagonistas no las personas sino el grupo, la nación o la democracia.

Si se aplican estas ideas a una estructura política como la Unión Europea, hay que atribuir la función de coordinación a las instituciones comunitarias, que deberían tener poder para obligar a cada uno de los grupos que integran la Unión a adaptarse a los intereses generales de la colectividad, pese a lo difícil que pueda resultar la definición de estos. Si se parte de la idea de que la integración económica exige que todos y cada uno de los países miembros apliquen políticas macroeconómicas coordinadas, el modelo actual plantea, sin duda, muchos problemas. Y ni siquiera actitudes que siempre se han considerado encomiables, como las que hoy caracterizan a la economía alemana, son aceptadas si ponen en cuestión políticas más laxas y acomodaticias que algunos gobiernos consideran necesarias para salir del estancamiento o la recesión.

La idea de que la coordinación entre gobiernos es siempre superior a políticas competitivas no se limita a Europa, ciertamente. En las primeras etapas de la crisis Obama, ya presidente de los Estados Unidos, y el entonces primer ministro británico Gordon Brown propusieron un gran plan internacional para salir de la recesión basado precisamente en las políticas contrarias a las que hoy defiende Alemania: un programa de fuerte creci-

miento del gasto coordinado por los gobiernos de los principales países del mundo. En términos del análisis económico, lo que se pedía era que los Estados actuaran como un oligopolio, evitando que quienes mantuvieran políticas ortodoxas fueran favorecidos por los mercados que, en cambio, penalizarían a los que menos atención prestaran a la solidez de sus finanzas públicas y presentándose como la solución de la crisis, aunque mucho hayan tenido que ver en su desencadenamiento.

### **3. Una crisis con unión monetaria o lo que va del partido Mitterrand—Schmidt al partido Hollande—Merkel**

Aunque haya pasado mucho tiempo, no es ocioso recordar hoy cómo se diseñó la Unión Monetaria Europea, que marca, para bien o para mal, las restricciones en las que se mueve la política económica de los países de la zona euro. Para ello hay que retroceder a la crisis del sistema monetario internacional, en los años setenta, con la devaluación del dólar y el abandono del sistema de tipos de cambio fijos, para pasar a un sistema de tipos de cambio flotantes, aún vigente. No muchos años después de la crisis, los europeos se plantearon volver, de alguna manera, a un sistema de tipos de cambio fijos; pero en este caso, referidos a sus propias monedas. La idea era crear un sistema de estabilidad cambiaria interna, aunque en su conjunto las monedas europeas estuvieran flotando con respecto a las monedas externas, el dólar, el yen o el franco suizo. Era la llamada “serpiente monetaria”, de acuerdo con la cual las monedas fluctuaban frente al exterior, pero estaban ligadas entre sí. Y esta fue la base del primer sistema monetario europeo, el que se lanzó en el año 1979; y sería también la base de la actual unión monetaria. Pero antes de llegar a esta, hubo que pasar por diversas etapas. La primera mitad de los años ochenta, fue un desastre sin paliativos. En 1981 ganó las elecciones en Francia, François Mitterrand, e intentó aplicar una política socialdemócrata, con una fuerte expansión del gasto público, apoyada en una política monetaria laxa. Mientras, en Alemania, aunque su gobierno fuera socialdemócrata también, se aplicaba una política monetaria ortodoxa. ¿Qué ocurre cuando un país aplica una política monetaria ortodoxa y otro país sigue una política monetaria muy expansiva para financiar su gasto? La respuesta es clara: el tipo de cambio no puede ser fijo. O se aplican políticas monetarias similares, o los ahorradores y las empresas tenderán a desprenderse de la moneda del país que esté emitiendo mucho -Francia en este caso- y comprarán la moneda del país ortodoxo, es decir, Alemania. El resultado fue que en dos años, hubo tres devaluaciones del

franco y una huida de capitales hacia Alemania. Se había intentado crear un sistema de cambios fijos en un mundo de cambios flotantes y en solo tres años el modelo se había venido abajo.

Sin embargo, este panorama bastante desolador cambió en la segunda mitad de la década de 1980. Y cambió porque, en general, en todo el mundo había una mayor preocupación por la estabilidad de los precios y la lucha contra la inflación. Si la primera mitad de los años ochenta se caracterizó en Europa por fuertes desequilibrios en los mercados de divisas, en la segunda mitad prevaleció, por el contrario, la estabilidad; y esto es lo que explica, entre otras cosas, los aspectos monetarios del Tratado de Maastricht y el lanzamiento de la Unión Económica y Monetaria que tenemos hoy. El instrumento fue el denominado informe Delors, en el que se diseñó un modelo de integración monetaria basado en tipos de cambio fijos entre las monedas europeas, con unas bandas de fluctuaciones cada vez más estrechas, que llevarían a la unificación.

Una vez firmado el tratado de Maastricht, ocurrió algo parecido a lo que había pasado la década anterior. Diez años después de la crisis del franco y el marco, se produjo una nueva crisis monetaria en Europa, en 1992 y 1993. Un sistema que se había diseñado para lograr la unión monetaria con tipos de cambio fijos pasó a convertirse en un modelo en crisis desde el momento en que varios de los países se encontraron en serias dificultades para mantener su tipo de cambio. De hecho, en la crisis de 1992 Inglaterra salió del sistema monetario europeo, al que nunca ha regresado y al que, desde luego, no se planteará incorporarse en mucho tiempo. Italia quedó fuera del sistema monetario europeo, pero volvió unos años después. España permaneció en el sistema monetario, pero tuvo que devaluar varias frente al marco alemán, y probablemente ésta es una de las razones por las que acabamos entrando en la Unión Monetaria Europea con una moneda ligeramente devaluada, lo que, pasado un tiempo, tuvo efectos positivos al hacer la economía española relativamente más competitiva. Después de esta crisis, se reformó de nuevo el sistema. Finalmente, tras establecerse tipos de cambio irrevocablemente fijos entre las monedas europeas, el uno de enero de 2002 fue el primer día de circulación de la moneda única europea, el euro.

Para intentar garantizar la estabilidad de la nueva unión monetaria, se plantearon, desde el primer momento, una serie de restricciones a las políticas económicas de los estados miembros, recogiendo unas condiciones que se habían establecido en Maastricht para que los países que formaran parte de la unión monetaria

entraran con una economía sólida. En el tratado que creó la unión monetaria se trataba de fijar condiciones de tasas de inflación, de estabilidad de tipos de cambio, de tipos de interés, de deuda pública y de limitaciones al déficit presupuestario. Una vez alcanzada la última fase de la unión, los objetivos monetarios carecían de sentido. No así, sin embargo, las restricciones a la política fiscal; por lo que estas se incorporaron a un nuevo acuerdo, el llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que debería garantizar la solvencia de las finanzas públicas de los países miembros y que hoy, además de no ser cumplido por varios Estados, es objeto de críticas por parte de quienes defienden una política de expansión del gasto sin restricciones.

Las recientes elecciones francesas, que han permitido el acceso de Hollande al poder y han renovado las cámaras, dando la mayoría al partido socialista, pueden dar pie a nuevas tensiones entre Francia y Alemania. Es cierto que, en este momento, la posición de Alemania es mucha más sólida que la de Francia, por lo que el nuevo gobierno francés va a tener una capacidad de influencia limitada en lo que a la política económica de Europa hace referencia. Pero Hollande ha hecho muchas promesas electorales, que le van a obligar —aunque sea solo parcialmente— a adoptar una estrategia diferente de la austeridad defendida por los alemanes.

Y el nuevo presidente no va a poder ajustar su economía como lo hizo Mitterrand hace treinta años, por lo que se verá obligado a practicar también algún tipo de devaluación interna, que iría directamente en contra de muchas de sus promesas electorales. Es posible que, en el momento actual, los principales problemas para el euro estén en España y en Italia. Pero, en el medio plazo, Francia puede ser un país clave. El problema, en el largo plazo, no es tanto si algún país se va a ver forzado a abandonar el euro por sus dificultades económicas, como el hecho de que sean los alemanes los que decidan volver al marco y abandonar una aventura que, hasta la fecha, les ha creado muchos más problemas de los que, hace doce años, pudieron suponer que surgirían.

#### **4. Austeridad frente a gasto en el marco de una unión monetaria**

Reconocida la gravedad de la crisis, las dificultades que ha creado la unión monetaria y los perniciosos efectos que para algunos de los países miembros podría suponer el abandono del proyecto del euro, la cuestión más relevante en el momento actual es el diseño de la política económica adecuada para su mantenimiento.

Entre las ideas más repetidas y que, para muchos, parecen haberse convertido en dogma está la afirmación de que solo se podrá salir adelante con la “profundización” de la unión; lo que, con un terminología curiosa, se denomina “más Europa”. Aunque el término resulte bastante vago y pueda entenderse de muchas maneras, la interpretación más habitual es la que sostiene que la unión monetaria no es viable sin la unión bancaria y un grado significativamente mayor de integración fiscal. Con el primer punto se hace referencia al hecho de que, en el modelo diseñado en Maastricht, el Banco Central Europeo asumía las competencias referidas a la política monetaria, pero dejaba en manos de los bancos centrales nacionales –o de los organismos que en cada país pudieran crearse– la supervisión bancaria. La mayor integración fiscal vendría, por su parte, a responder al fracaso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y a dar mayor control de las cuentas públicas nacionales de los países miembros a la Unión Europea, dado que algunos gobiernos han mostrado no ser dignos de la menor confianza en la gestión de su propia política fiscal.

Sin embargo, la idea de que una unión monetaria necesita de forma ineludible una supervisión bancaria unificada y una política fiscal integrada es equivocada. Y la historia monetaria de los dos últimos siglos lo demuestra. Se ha dicho muchas veces que, especialmente para países como el nuestro, la pertenencia al euro tiene efectos similares a los que habría tenido el restablecimiento del patrón oro. Por una parte, porque retira de las autoridades nacionales el control de la política monetaria. Y, por otra, porque, al no existir posibilidad de devaluar la moneda, si las tasas de inflación se mantienen reducidas, los ajustes hay que realizarlos mediante la adaptación de los precios y salarios monetarios a la productividad de la economía española. Aunque existan algunas diferencias importantes entre el patrón oro y el sistema del euro, estos dos argumentos son válidos. Y algunos países –entre ellos España– están empezando a experimentar ahora sus verdaderos efectos. Pero en los casi cien años que duró el patrón oro clásico no existió ni unión bancaria ni integración fiscal. Y ningún economista se planteó, por cierto, que tales cosas fueran necesarias.

La estabilidad de un sistema de moneda única –como de hecho fue el patrón oro– se fundamentó en dos condiciones diferentes. La primera, unos Estados con “santo temor al déficit”, que no consideraban, en ningún caso, que una recesión exigiera incrementar el

gasto público e incurrir en déficit presupuestarios. La segunda, un mercado de bienes y un mercado de trabajo con un grado elevado de flexibilidad, que permitían que tanto los precios como los salarios monetarios pudieran ajustarse a la baja si la situación así lo requería.

Cuando se impusieron en Maastricht –y posteriormente en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento– las condiciones de estabilidad fiscal, lo que se intentó fue forzar a los países miembros –mediante acuerdos internacionales– a hacer algo que los gobiernos de la época del patrón oro tenían perfectamente asumido como una condición básica de la política económica de todo Estado solvente. Y las propuestas actuales de austeridad que defiende Alemania y las nuevas formas de control europeo a las finanzas de los países miembros no buscan otra cosa.

En este sentido la política que se defiende desde Alemania tiene perfecta lógica. Pero no puede olvidarse que plantea también algunos problemas. El primero es que no toca la cuestión de la flexibilidad de los mercados de bienes de servicios y, en especial, del mercado de trabajo, cuya rigidez está haciendo mucho más lento y penoso el ajuste en algunos países. Y hay que recordar que la propia Unión Europea lleva muchos años estimulando reformas legislativas poco favorables a la desregulación de las economías de los estados que la forman. El segundo es que en las propuestas alemanas está presente, desde hace muchos años, la idea de que conviene armonizar en mayor grado la tributación y oponerse, por ejemplo, a las políticas de aquellos países que han reducido de forma significativa sus impuestos sobre sociedades como estrategia para atraer inversiones y fomentar la actividad económica. No parece que este tipo de acuerdos, dirigidos a limitar la competencia institucional en el seno de la Unión Europea sea, en ningún caso, una buena idea. Pero menos aceptable aún sería que se tratara de introducir como parte de un proceso cuyo objetivo sería crear un instrumento para el saneamiento de las finanzas nacionales de los países miembros.

Estas son las cartas que están sobre la mesa. Todos tenemos una responsabilidad que asumir. Pero no cabe duda de que la de Alemania es la mayor en estos momentos. Al fin y al cabo, las naciones que formamos la Unión Europea somos como los animales de la granja de Orwell: todos iguales..., pero unos más iguales que otros.

# El programa de crecimiento de François Hollande

Alfonso Carbajo Isla\*

François Hollande, el nuevo Presidente de Francia, es un hombre afortunado, extraordinariamente afortunado. Y el azar, que lo ha elevado a la cima de la política francesa, parece ser también el determinante principal de sus compromisos de política económica. Éstos, en ocasiones, han ido cambiando, a la luz de las circunstancias o de la impresión del momento, desde las primarias del partido y a lo largo de la campaña electoral, hasta la toma de posesión. Su programa<sup>1</sup>, presentado el 30 de enero de 2012, contiene sesenta puntos, lo que él llama sus “sesenta compromisos con el pueblo francés”, pero esta acumulación de promesas no se articula en una visión de conjunto de los problemas económicos de Francia –mucho menos, en una explicación coherente de una política de crecimiento – sino que se reduce a un recetario de medidas, o de intenciones de medidas– “trataré, me esforzaré por...”, de todo orden y condición, sin argumento general que las engarce. Se puede tachar el programa de oportunista, pero debe reconocerse que tiene mérito, por otra parte, escribir un documento de 50 páginas en el que resulta imposible rastrear el pensamiento económico del autor.

Y mucho más mérito si se tiene en cuenta que Hollande, licenciado en Derecho y Economía por la Universidad de París, graduado de Sciences Po y *enarca*<sup>2</sup> destacado, ha sido, incluso, profesor de economía durante

tres años, de 1988 a 1991. Los reflejos del político han inhibido cualquier tentativa de explicación del economista.

## El Programa electoral de Hollande

A continuación resumimos las promesas más salientes del documento oficial ya citado del entonces candidato socialista, con algún breve comentario llegado el caso, para no abrumar al lector.

Comienza afirmando que bajo el gobierno Sarkozy la inseguridad se extiende por todas partes, “estando en cuestión la soberanía de la República frente a los mercados”, afirmación que es radicalmente falsa. Consecuente con su premisa, Hollande promete “proteger a los consumidores para restablecer la confianza de los franceses en la economía”.

En el seno de la UE, promete negociar una directiva de protección de los servicios públicos; reforzar la protección de la agricultura y de la vida rural, con especial énfasis en el presupuesto de la UE en ganadería. Promete intervenir en defensa de los pequeños agricultores y empresarios para equilibrar su capacidad negociadora con la de las grandes cadenas de distribución. Dará prioridad a las PYME, que serán las protagonistas, en regiones clave, del desarrollo local y la competitividad.

En el área fiscal, promete introducir un impuesto Tobin sobre las transacciones financieras (es decir, lo que había anunciado el gobierno de Sarkozy), suprimir las

\* Economista y técnico Comercial del Estado.

<sup>1</sup> Se puede consultar en [http://francoishollande.fr/assets/Uploads/Project\\_presidentiel\\_Francois\\_Hollande](http://francoishollande.fr/assets/Uploads/Project_presidentiel_Francois_Hollande).

<sup>2</sup> Nota del editor: Graduado de la Escuela Nacional de Administración Pública francesa (ENA).

exenciones y bonificaciones fiscales a los titulares de rentas altas, poner un impuesto a la riqueza y, en el impuesto de sociedades, distinguir tres tipos: 35% para las grandes empresas, 30% para las PYME; y 15% para las más pequeñas de estas últimas. En particular, en el impuesto sobre la renta de las personas físicas se compromete a crear un tipo marginal del 45% aplicable a las rentas superiores a 150 mil euros (en los debates de final de campaña, posiblemente inspirado por las encuestas, Hollande refinó esta propuesta, completándola con un tipo marginal de 75% para rentas superiores a un millón de euros.). Por último, aunque esta no es una medida recaudatoria sino disuasoria, anuncia que las empresas que cesen su producción en Francia para relocalizarse en el exterior deberán devolver todas las ayudas públicas recibidas (una obligación razonable).

El impuesto Tobin (que tiene ya poco que ver con Tobin) es popular entre los intelectuales y tiene el respaldo de la Comisión que, como toda buena burocracia, quiere tener su fuente independiente de ingresos fiscales, y de la mayoría de los estados miembros, aunque cuenta con la oposición frontal del Reino Unido y de Suecia. Desde el punto de vista de la consistencia del mensaje de Hollande, inconveniente más grave de la tasa es su efecto contractivo sobre la tasa de crecimiento de la economía, hasta el punto que, según los estudios de la Comisión, la recaudación de todos los impuestos más un impuesto Tobin al 0,10% sería inferior a largo plazo, a la recaudación de los sistemas fiscales vigentes<sup>3</sup>.

En el sistema financiero, “prohibirá los productos financieros tóxicos que enriquecen a los especuladores y amenazan la economía”. Si todo fuera tan fácil, si los productos vinieran con una etiqueta identificativa de toxicidad financiera, el tema estaría resuelto. Pero los desarrollos urbanísticos de máxima calidad de hoy son los activos bancarios tóxicos de mañana, y las declaraciones solemnes de buenos propósitos son impotentes para evitar desastres que dependen de la naturaleza humana. En cuanto al enriquecimiento de los especuladores con los productos tóxicos, es una falacia con intención propagandística que ignora la realidad más elemental, a saber, que los especuladores operan en los dos lados del mercado. Unos vendieron productos tóxicos y pueden haberse enriquecido; pero otros especuladores, como Lehman, por ejemplo, y muchos promotores inmobiliarios, los compraron, terminando en la ruina.

Además del impuesto sobre las transacciones financieras (impuesto Tobin), destinado presumiblemente a limitar la actividad financiera, el programa propone un

impuesto sobre los beneficios de la banca de un 15%, adicional al impuesto ordinario de sociedades. Además, limita las retribuciones de los banqueros y anuncia el establecimiento de topes a las comisiones bancarias. Y como colofón, propugna la creación de una agencia pública europea de calificación crediticia.

Se compromete (curiosamente, lo mismo que Sarkozy) a reducir el déficit de las AAPP al 3% del PIB en 2013 y a eliminarlo en 2017. Para ello, confía en obtener ingresos adicionales con las anunciadas eliminaciones de las exenciones y bonificaciones de las que disfrutaban los perceptores de rentas altas así como intensificando la lucha contra el fraude fiscal. Desgraciadamente, otras promesas electorales, como el adelanto de la edad de jubilación desde los 62 a los 60 años (ya realidad legislativa para los que hayan trabajado desde muy jóvenes), la creación de 60 mil empleos nuevos en la enseñanza pública y la ralentización del programa de reducción del número de funcionarios, tienen el inconveniente de aumentar el déficit y reprimir el crecimiento.

La fuerza del mensaje está en las propuestas dirigidas a cambiar la actitud de las autoridades europeas, sacudiendo su complacencia con la recesión. “Propondré un pacto de responsabilidad, gobernanza y crecimiento para salir de la crisis y de la espiral de austeridad que la agrava”; renegociar el Pacto Fiscal de la UE, privilegiando crecimiento y empleo, y reorientando en esa dirección al BCE; crear eurobonos; firmar un nuevo Tratado franco-alemán, impulsar un presupuesto europeo 2014-2020 al servicio de los grandes proyectos del futuro; creación de nuevas herramientas financieras para acometer programas innovadores de defensa del medio ambiente y de desarrollo de energías alternativas.

Por último –apuntándose al proteccionismo del último Sarkozy-, anuncia una nueva política comercial activa frente a toda forma de competencia desleal, así como reglas internacionales estrictas de reciprocidad en materia social. Esta vía proteccionista es peligrosa porque no sólo fomenta ineficiencias en los sectores protegidos y frena el desarrollo, sino porque, además, genera despilfarros asociados a un sistema de búsqueda de rentas.

Por otra parte, aunque no las reconoce como tales, el programa incluye varias medidas de austeridad encomiables, entre ellas, la reducción en un 30% de las retribuciones de los miembros del Gobierno y altos cargos y el establecimiento de topes a los salarios de los ejecutivos de las empresas públicas, que no deben ser más de 20 veces superiores a los del salario más bajo de la empresa. Ésta última restricción ya es operativa.

<sup>3</sup> Véase Ksabl.

## El Personaje

Hollande comparte con sus antecesores —excepto con Sarkozy, hombre del pueblo (a pesar de su imagen de pompa y glamour) que se ha hecho a sí mismo— la pertenencia, a través de la *École National d'Administration*, a los grandes cuerpos que constituyen la aristocracia burocrática de Francia, semillero de políticos y altos ejecutivos de empresas. Desde este punto de vista, en el ascenso de Hollande a la más alta magistratura de la nación francesa no hay novedad alguna.

Pero se aparta de sus predecesores, sin embargo, en dos rasgos biográficos de gran importancia. Es el primer presidente de Francia sin experiencia previa de gobierno, un hecho tan desusado en el país vecino que puede considerarse revolucionario. De Gaulle, Mitterrand, Pompidou, Giscard, Chirac, Sarkozy, llegaron a la presidencia tras haber sido varias veces ministros (incluso, en algunos casos, primeros ministros). Esta familiaridad necesaria con el funcionamiento del gobierno es algo de lo que Hollande carece; desde sus comienzos como interventor en el Tribunal de Cuentas, sus puestos nunca han pasado de asesor en gabinetes ministeriales, secretario de comisiones parlamentarias y últimamente alcalde de Tulle.

Esta bisoñez en el manejo de la maquinaria del Estado recuerda a la de otros políticos contemporáneos. Obama, el caso extremo, llegó a la presidencia de Estados Unidos tras un período de dos años como senador, sin experiencia alguna de las tareas de gobierno a nivel federal, estatal o local. Y el caso de Rodríguez Zapatero es todavía más extremo: llegó a la presidencia del Gobierno sin experiencia ejecutiva alguna en la Administración pública o en la empresa. ¿Estamos asistiendo a la aparición de un nuevo estilo de líder correspondiendo un cambio generacional?

Hollande tiene otra carencia, todavía más grave que la anterior, para el desempeño de la presidencia: su desconocimiento de la política exterior, en general, y de los jeribequés de la política comunitaria en particular. Ahora bien, la función principal de la presidencia es la dirección de la política exterior, la proyección sobre la escena mundial de *la grandeur de la France* y el logro de un delicado equilibrio con Alemania en el manejo de los asuntos europeos. De Gaulle, Pompidou, Giscard y Mitterrand fueron maestros en el arte de componer una presencia de Francia en el mundo muy superior a la que justificaba su peso político, gracias a unas artes diplomáticas que no tendrían nada que envidiar a las de los cardenales florentinos del Renacimiento. De Gaulle logró asegurar la primacía de Francia en la UE con la táctica de la silla vacía; y Mitterrand consiguió para Francia la creación del euro, neutralizando

así la superioridad del marco, aprovechando el momento de la reunificación alemana. Hollande, en este sentido, está muy lejos de estos virtuosos de la estrategia.

Pero sabe suplir sus deficiencias. Por ejemplo, reclutando como ministro de Exteriores a Laurent Fabius, un peso pesado del socialismo francés, primer ministro de 1984 a 1986 y experto conocedor de la maquinaria de Bruselas, que representará un apoyo inestimable<sup>4</sup>.

De modo que la imagen anodina de Hollande oculta una firme ambición orientada a la conquista del poder, como no podía ser de otro modo. A la que hay que añadir la cualidad que Napoleón estimaba más en sus generales: la suerte. Y esta no le ha faltado desde pequeño, desde que su padre, acaudalado médico de Rouen, militante de extrema derecha, fracasó en todos sus intentos de ganar un escaño. Y le vino muy bien al ingresar en la ENA, en la misma promoción de Segolene Royal, compañera sentimental durante casi un cuarto de siglo y madre de sus cuatro hijos, quien, al ser proclamada candidata oficial del Partido Socialista (PS) en 2007, dedicó tanto esfuerzo a reforzar la posición de su pareja dentro del partido como a su campaña electoral contra Sarkozy, campaña, por otra parte, oportunamente perdida por la consorte porque, de lo contrario, Hollande no tendría ahora *aucune chance*. Y sigue la racha. A pesar de que Segolene descubrió que, mientras ella se concentraba en la familia, en su candidatura y en el ascenso en el aparato del partido de su François, éste mantenía desde hacía más de un año *une liaison sentimentale* con su actual pareja de hecho (la periodista de Paris Match, Valerie Trierweiler), terminó por hacer de tripas corazón y luchó, con éxito, dentro del partido por la candidatura de su ex.

Lo más asombroso estaba aún por llegar. Hasta mayo de 2011 nadie pensaba en Hollande como posible candidato del PS en las elecciones presidenciales. Dominique Strauss-Kahn (DSK), director-gerente del FMI y aclamado por toda Europa como salvador del euro con ocasión de la crisis griega, era hasta entonces, no sólo el candidato por unanimidad del PS sino, según todas las encuestas, el indiscutible ganador de las elecciones presidenciales frente al presidente Sarkozy. Pero la fortuna caprichosa quiso que aquel fatídico 13 de mayo, en vez de volar directamente desde Washington a París, donde le esperaba una recepción multitudinaria de entusiastas parti-

<sup>4</sup> El fichaje revela la habilidad (por otra parte poco apreciada hasta ahora) de Hollande para atraer a su campo a antiguos enemigos políticos. Según parece, el comentario de Fabius, al enterarse de que Hollande pretendía disputar las primarias a Martine Aubry, fue el siguiente: "¿Es una broma?".

darios, DSK decidiera pernoctar en el Sofitel de Nueva York, donde se encontró con el episodio de la empleada centroafricana, la cárcel más tarde y el ostracismo social después. Si no hubiera dormido entonces en el Sofitel, estaría durmiendo estos días en el Elíseo, pero, así las cosas, su inesperada caída abrió oportunidades a los suplentes, Martine Aubry y François Hollande que tendrían que enfrentarse en las primarias del partido.

El resultado se barruntaba incierto porque Hollande había hecho carrera en el PS proclamándose “hijo espiritual de Jacques Delors”, desplazando a los arribistas menos afortunados que no contaban con la protección del ilustre patricio. Pero esta treta le iba a servir de poco frente a Aubry, por ser ésta la verdadera hija de carne y hueso de Delors. Afortunadamente, la crisis de la Eurozona y los titubeos de Bruselas de los dos últimos años dieron la oportunidad a Hollande de criticar a la Comisión, distanciándose del “delorsismo”, de tachar la posición de Aubry de aventurerismo de izquierdas y de proclamarse a sí mismo el candidato nacional abierto a las aspiraciones de todos los franceses.

Para remate, Sarkozy fue el peor enemigo de sí mismo. Ególatra, hiperactivo, cambiante, consiguió enajenarse la confianza de los electores a su derecha y a su izquierda a los que simultáneamente se esforzaba en atraer. Hollande, diciendo generalidades (“el cambio empieza ahora”) ganó la partida. Lo que le faltó en argumentos, le sobró en técnicas de *marketing* y en apoyos publicitarios. Como, por ejemplo, el manifiesto<sup>5</sup> a su favor firmado por 42 economistas, encabezados por Philippe Aghion, profesor de Harvard y una autoridad en el tema del crecimiento endógeno, que le dio al programa de Hollande el marchamo de respetabilidad intelectual del que era menesteroso debido, precisamente, a la acumulación de promesas oportunistas. La afirmación inicial, “*Nous économistes, soutenons Hollande*” es lo que cuenta y lo que ha llegado a la gente. El resto del texto, donde se sostiene que hay que votar a Hollande porque se comprometía a reducir el déficit público al 3% del PIB en 2013 (igual que Sarkozy), a ponerlo a cero en 2017 (lo mismo que Sarkozy) y a crear un impuesto sobre las transacciones financieras (igual que Sarkozy), lo ha leído poca gente, pero eso es lo de menos.

La comercialización de un producto es función de los resultados de las encuestas realizadas a los consumidores, y las promesas de Hollande han variado al compás de las encuestas electorales. En enero, prometió aumentar la carga fiscal de las grandes fortunas y, en particular, gravar

<sup>5</sup> *Nous économistes, soutenons Hollande*, publicado en *Le Monde*, el 17/04/2012.

al tipo marginal de 45% las rentas superiores a 150 mil euros. Vista la reacción favorable, para atraerse el voto de la extrema izquierda, decidió crear en mayo un tipo marginal de 75% para las rentas superiores a un millón de euros. La misma táctica oportunista explica su oposición a los acuerdos del Consejo Europeo de diciembre de 2011 y, en especial, al Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de marzo de 2012, que criticó porque “se rendía a la estabilidad, sofocando el crecimiento”. La frase de su campaña que ha hecho fortuna es “*la croissance au lieu de la rigueur*”, que explota la inocencia del electorado. La falacia de la contraposición *croissance-rigueur* está denunciada en un chiste de Chumy en el que una visita pelma pregunta al niño pequeño de la casa: Nene ¿A quién quieres más, a papá o a un ogro que te ataca con un pincho? Todos preferimos que los niños jueguen felices en el parque a que tengan que ingresar en el hospital. Pero muchas veces, la estancia en el hospital es el paso necesario para que puedan volver sanos a correr por el parque. En ocasiones, para que una economía pueda crecer y prosperar debe pasar por una fase necesaria de austeridad. Un principio elemental que los demagogos aborrecen es que todas las cosas buenas, la alegría infantil y la prosperidad de las naciones, tienen un coste inevitable.

En todo caso, Hollande no ha propuesto ningún programa que fomente el crecimiento sostenido (salvo que se bauticen como programas, cantos apasionados a la educación y a la innovación), sino medidas dirigidas a aumentar el empleo de determinados colectivos de trabajadores (presumiblemente a costa de otros) y a proteger industrias y sectores determinados a costa del crecimiento a largo plazo.

En su programa, promete crear 60 mil puestos nuevos en la enseñanza, 150 mil contratos *d’avenir*, para estimular el empleo juvenil, medidas que estimulan la demanda agregada actual, pero perjudiciales al crecimiento futuro; adelantar la edad de jubilación de los 62 a los 60 años (fatal para el crecimiento); establecer un impuesto Tobin (cuando la Comisión ha reconocido que ese impuesto reduce tanto el crecimiento del PIB que hace disminuir la recaudación total del sector público); crear un gran banco público para apoyar la innovación; crear una agencia de *rating* pública y prohibir a los bancos las actividades especulativas (todo esto es palabrería); nueva política comercial frente a la competencia desleal (y ya se sabe que los extranjeros son competidores desleales cuando venden cosas más atractivas y más baratas que las que se producen en Francia). La lista de promesas, perjudiciales al crecimiento pero agradables al electorado, es interminable.

## Hollande y el debate sobre el funcionamiento de la Eurozona

Las reglas de funcionamiento de la Eurozona, lo mismo que el patrón-oro (antes de la primera guerra mundial y durante el azaroso período de entreguerras) y que el sistema de Bretton Woods, consagra una asimetría entre países deudores y acreedores que ejerce un efecto contractivo sobre la actividad económica general. Según las reglas del patrón-oro, los países con superávit deben inflar, mientras que los deficitarios deben desinflar la oferta monetaria, de manera que los costes del ajuste se repartan entre las economías deficitarias y las superavitarias. En la práctica, así como los países con déficit se veían obligados a desinflar para defender la paridad, los superavitarios, aunque podían permitirse políticas expansionistas, no estaban forzados a aplicarlas, con lo cual el sistema sufría un sesgo deflacionario.

Lo mismo ocurre en la UE, donde las reglas del Plan de Estabilidad y crecimiento (PEyC) obligan a aplicar medidas contractivas a los países con déficit fiscales, pero no fuerzan a los países miembros con superávit fiscal a aplicar medidas expansivas. El resultado es un sesgo deflacionario para el conjunto de la UE, agravado en la Eurozona por el objetivo de estabilidad del BCE.

Hollande, siempre afortunado, ha tenido en su mensaje el don de la oportunidad. El sesgo contractivo de las reglas de la Eurozona es evidente; y a esto se ha añadido el riesgo de una recesión mundial. Con su afirmación del crecimiento, Hollande puede plantear en el seno de la UE un debate necesario sobre los mecanismos de ajuste

coyuntural de los desequilibrios. Que tenga éxito en su propósito es otra cuestión.

Hasta ahora, el mensaje de Hollande a favor de medidas anticíclicas expansivas ha sido recibido con simpatía en regiones europeas afectadas por la recesión. No así en Bruselas y Berlín, donde es inaceptable renegociar el PEyC o alterar el mandato del BCE. Hollande ha seguido prometiendo un programa *gauchiste* con el que ha ganado las elecciones al Parlamento. Pero corre el riesgo de pagar un precio alto por su oportunismo. La Comisión acaba de recomendar a Francia que acelere las reformas y contenga más los gastos (*la rigueur*) para lograr el objetivo de déficit de 3% de PIB en 2013. Según el FMI, el déficit será casi de un 4%. S&P y Fitch están a punto de reducir la AAA de su deuda soberana, mientras su sistema bancario, críticamente expuesto a las economías periféricas de la UE, está en una situación extremadamente vulnerable. Es posible que muy pronto, en vez de recrearse en la *croissance*, el flamante presidente tenga que enfrentarse al desafío de evitar la *debacle*.

Entretanto, en la medida en que la recesión tiende a generalizarse, Alemania, siempre opuesta a la emisión de eurobonos y a una política anticíclica comunitaria, ha transigido al uso de fondos de la Comisión para proyectos estructurales y al recurso al BEI en condiciones limitadas, iniciativas de magnitud insuficiente para convertirse en estímulos efectivos de las economías periféricas de la UE y mucho menos de toda la economía comunitaria. Hay que confiar en que la realidad se imponga y acabe empujando a Hollande y a Merkel a ponerse de acuerdo en una solución pragmática a los problemas de la Eurozona.



# Estados Unidos: una recuperación económica incompleta

Ferran Casadevall Massuet\*

## 1. Introducción

Estados Unidos dejó atrás la recesión hace ya tres años, iniciando una senda de recuperación con un ritmo más acelerado que en otros países desarrollados. Ello fue posibilitado en gran parte por unas políticas fiscal y monetaria muy expansivas, y con menos ataduras que en otras naciones. Sin embargo, en los últimos trimestres la recuperación se está mostrando vacilante, especialmente en su capacidad para reducir el desempleo. Además, la evolución económica futura se ve acechada por el elevado endeudamiento público.

Este artículo intentará responder, primero, a la cuestión de si EEUU ha salido ya de la crisis económica y en qué condiciones, prestando una atención especial a la persistencia del paro. En segundo lugar, se intentará responder a la pregunta de qué políticas fiscales, monetarias y financieras se han utilizado para impulsar la recuperación económica. El artículo finaliza agrupando las principales conclusiones extraídas, señalándose los retos para el futuro.

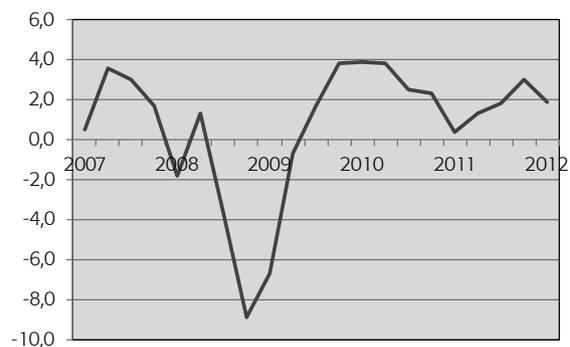
## 2. Una recuperación incompleta

El segundo trimestre de 2009, hace tres años, fue el último trimestre con crecimiento negativo del producto interior bruto para la economía norteamericana. Desde

entonces la recuperación ha sido notable, pero con altibajos. Como muestra el gráfico 1, inicialmente la recuperación económica fue rápida y contundente, lográndose cerrar 2010 con un crecimiento del 3%. Esta dinámica reflejaría la vuelta del consumo, la confianza y la inversión a valores tendenciales después de las caídas en 2008, impulsados por una actuación fiscal y monetaria puesta en marcha con prontitud y determinación, que ayudaron activamente a la economía a salir de la zona de recesión. Sin embargo, esta recuperación se ha moderado y a lo largo de 2011 el crecimiento se ha mostrado más titubeante. Esta incertidumbre se ha asentado en el primer trimestre de 2012, con un crecimiento inter-trimestral anualizado del 1,9%, muy decepcionante en comparación con el 3% del trimestre anterior. Ello revela la presencia de factores

Gráfico 1

### CRECIMIENTO PIB (VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL ANUALIZADA)



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Artículo escrito en junio de 2012.

Cuadro 1

## CRECIMIENTO DEL PIB Y SUS COMPONENTES. VARIACIÓN PORCENTUAL

	2007	2008	2009	2010	2011	2011 I/1	2011 II/1	2011 III/1	2011 IV/1	2012 I/1
<i>Producto Interior Bruto</i>	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	0,4	1,3	1,8	3	1,9
<i>Consumo privado</i>	2,3	-0,6	-1,9	2	2,2	2,1	0,7	1,7	2,1	2,7
<i>Formación bruta de capital privada</i>	-3,2	-10,2	-25	17,9	4,8	3,8	6,4	1,3	22,1	6,3
<i>No residencial</i>	6,5	-0,8	-17,8	4,4	8,8	2,1	10,3	15,7	5,2	1,9
<i>Vivienda</i>	-18,7	-23,9	-22,2	-4,3	-1,3	-2,4	4,2	1,3	11,6	19,4
<i>Consumo e inversión públicos</i>	1,3	2,6	1,7	0,7	-2,1	-5,9	-0,9	-0,1	-4,2	6,1
<i>Exportaciones</i>	9,3	6,1	-9,4	11,3	6,7	7,9	3,6	4,7	2,7	-3,9
<i>Importaciones</i>	2,4	-2,7	-13,6	12,5	4,9	8,3	1,4	1,2	3,7	7,2
<i>Contribución sector exterior /2</i>	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,1	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,1
<i>Contribución demanda interna /2</i>	1,3	-1,5	-4,6	3,5	1,7	0,7	1,1	1,4	3,2	1,9

/1 Variación intertrimestral anualizada.

/2 En puntos porcentuales

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

con incidencia negativa en el crecimiento, como el descenso de la riqueza inmobiliaria sufrido hasta el momento y su repercusión en el consumo, cierta persistencia del desempleo o la situación fiscal, que se comentará más adelante (FMI 2011 y FMI 2012a).

La recuperación económica se ha sustentado en la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda externa, de signo cambiante, es mucho menos relevante en términos cuantitativos (cuadro 1). Ello se debe al gran peso del consumo interno en la economía americana. El cuadro 1 también muestra que, en cuanto a la evolución de la inversión, el mercado de la vivienda también ha iniciado la recuperación, si bien algunos trimestres más tarde que el PIB (desde finales de 2011). Es más, los precios de las casas en EEUU empiezan a reactivarse; en el primer trimestre de 2012 éstos aumentaron por primera vez desde el inicio de la crisis<sup>1</sup>. Esta evolución

seguramente sustentará el consumo en un futuro y ayudará a consolidar el crecimiento económico.

Si en términos de PIB se puede afirmar que EEUU ya dejó atrás la crisis y está en una nueva fase del ciclo, ello es menos cierto para el desempleo (gráfico 2). Éste se ha reducido claramente, pero no se ha recuperado tanto como la principal variable agregada. Como es habitual, el ciclo del desempleo exhibe algunos trimestres de retraso respecto al del PIB, pero se observa adicionalmente cierta resistencia a la baja. De acuerdo con el último dato disponible, mayo de 2012, el desempleo se situó en el 8,2% de la población activa, un ligero aumento respecto al mes anterior y muy lejos todavía de los niveles de antes de la crisis (alrededor del 4,5%). La resistencia a la baja del desempleo, más típica de una economía europea que de una economía supuestamente flexible como la americana, ha atraído la atención de los analistas, que destacan que se está creando una bolsa de parados de larga duración de poca tradición en EEUU<sup>2</sup>.

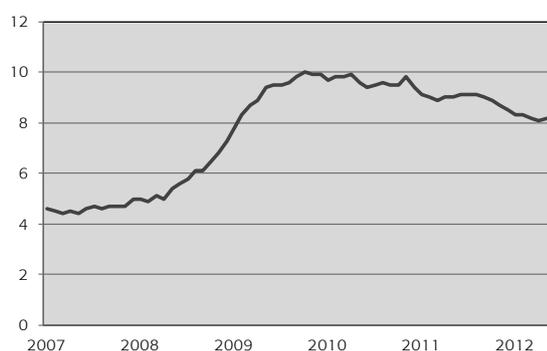
<sup>1</sup> En términos interanuales. En EEUU el índice de precios de la vivienda es calculado por la Federal Housing Finance Agency. [http://www.fhfa.gov/webfiles/23967/Q12012HPL\\_Report52312F.pdf](http://www.fhfa.gov/webfiles/23967/Q12012HPL_Report52312F.pdf)

<sup>2</sup> Véase por ejemplo: Spring Swoon in the Job Market Recovery (1 junio 2012), de Gary Burtless, The Brookings Institution. <http://www.brookings.edu/up-front/posts/2012/06/01-jobs-burtless>.

El alto desempleo podría estar relacionado con el decreciente peso de las rentas del trabajo en la economía (frente al de los beneficios empresariales). De acuerdo con el análisis del FMI, después de estabilizarse durante la crisis, en la recuperación económica esta participación ha proseguido su descenso y de manera muy acentuada, siendo una expresión más de la desigualdad creciente en la economía norteamericana (FMI, 2012b). El organismo internacional cree posible que la persistencia del desempleo y del de larga duración, esté ejerciendo una influencia moderadora en las demandas salariales.

Gráfico 2

### DESEMPLEO EN EEUU (% POBLACIÓN ACTIVA)



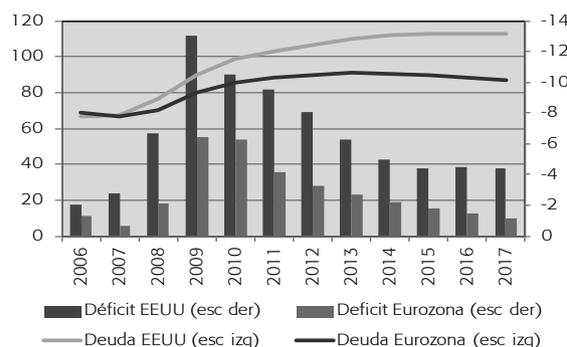
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

### 3. Endeudamiento creciente a coste financiero decreciente

EEUU consiguió salir de la crisis rápidamente, pero a costa de un elevado déficit público y el consecuente aumento del endeudamiento. Una simple comparativa con la zona euro pone de relieve el carácter expansivo de la política fiscal americana durante la crisis. En primer lugar, el déficit estadounidense reaccionó antes y de manera más contundente a la crisis económica, y aunque también inició la senda descendente en 2010, ha permanecido siempre en niveles muy superiores al agregado euro (gráfico 3). En segundo lugar, la previsión del FMI es que el déficit público se enquistará casi en el 4% en los próximos años, mientras que en la Eurozona seguirá bajando. La evolución del endeudamiento es reflejo de lo anterior; partiendo de niveles parecidos, el endeudamiento americano se ha situado en niveles superiores al de la zona euro (103% del PIB versus 88% en 2011). Pero quizá lo más relevante es que para los próximos años, mientras que la zona euro empieza a revertir el proceso y a disminuir su endeudamiento, en EEUU el endeudamiento seguirá aumentando ligeramente, llegando a un altísimo 113% del PIB en 2017 (siempre de acuerdo con las previsiones del FMI).

Gráfico 3

### DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA EN EEUU Y LA ZONA EURO (% DEL PIB)



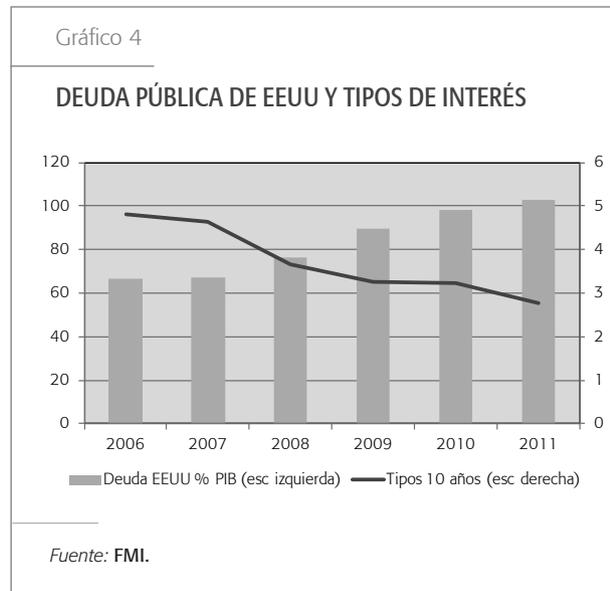
Fuente: FMI.

Esta política fiscal expansiva se instrumentó, desde el punto de vista discrecional, en leyes como la Ley de Reinversión y Recuperación (*American Recovery and Reinvestment Act*), aprobada a principios de 2009, que introdujo una gran variedad de estímulos presupuestarios temporales, especialmente gastos fiscales, pero también otros como mayores prestaciones por desempleo, y su impacto en el déficit se ha estimado en 830 mil millones de dólares, concentrados entre 2009 y 2011 (CBO, 2012a). Además, a finales de 2010 el Gobierno americano extendió por dos años los recortes impositivos aprobados en 2001 y 2003 durante la presidencia de G. Bush, después de un gran debate nacional al respecto<sup>3</sup>.

En el apartado fiscal hay otro elemento reseñable que introduce un contraste trascendental con otros países, especialmente en aquellos donde la prima de riesgo ha escalado recientemente. El fortísimo aumento del endeudamiento estadounidense ha ido en paralelo a una progresiva disminución de los tipos a diez años de los bonos del Gobierno federal (gráfico 4). Esta situación, que contradice la teoría económica más básica, se debe a la política monetaria expansiva, que ha conseguido impactar en los bonos de largo plazo, en la credibilidad de la economía americana y en el papel de valor refugio que sus activos desempeñan en la economía mundial.

<sup>3</sup> Véase por ejemplo "Congress votes to extend Bush-era tax cuts until 2012", en The Washington Post (17 de diciembre de 2012). [http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/12/16/AR2010121606672.html?wprss=rss\\_print](http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/12/16/AR2010121606672.html?wprss=rss_print)

El menor coste financiero supone que no ha habido presión de los mercados para aplicar políticas de austeridad y, por lo tanto, ha ofrecido un margen de maniobra adicional a las autoridades estadounidenses para sostener la recuperación económica.



La nula presión de los mercados le permite a la administración Obama el lujo de seguir discutiendo infructuosamente con la oposición republicana cómo afrontar el problema presupuestario a medio plazo. Los desacuerdos se mantienen pese a que tanto expertos independientes como miembros de ambos partidos han propuesto numerosos planes alternativos de consolidación fiscal (de especial repercusión fue el llamado informe Simpson-Bowles<sup>4</sup>). Paradójicamente, la tardanza en aprobar este tipo de planes permite ahora al Gobierno afrontar con menos ataduras los inesperados titubeos en la recuperación económica y el enquistamiento del paro, algo no previsto en 2010. De hecho, el FMI incluso ha manifestado su preocupación de que la expiración de los recortes impositivos y de otros estímulos en 2013 suponga una contracción fiscal demasiado fuerte, en este contexto macroeconómico más débil de lo esperado (FMI, 2012a).

#### 4. Una política monetaria poco convencional

Si la política fiscal no recibe presión en los mercados de deuda es en parte por la actuación de la política monetaria. Teniendo en sus estatutos como objetivo tanto el empleo como el control de inflación, la Reserva Federal

<sup>4</sup> The National Commission of Fiscal Responsibility and Reform, The Moment of Truth. Diciembre 2010.

americana empezó a bajar el tipo de interés director de la política monetaria al emerger los primeros síntomas de crisis, a finales de 2007, y al acabar 2008 ya estaba casi en el 0%. Desde entonces y hasta ahora se ha mantenido entre el 0% y el 0,2%<sup>5</sup>. Agotada ya esta vía convencional, la Reserva Federal adoptó desde finales de 2008 varias actuaciones de política monetaria cuantitativa, consistentes básicamente en la adquisición, en el mercado secundario, de títulos de deuda pública y también de deuda y titulizaciones de hipotecas (*mortgage-backed securities*) de empresas de patrocinio público como Fannie Mae y Freddie Mac. Con ello, se perseguía un doble objetivo: aportar liquidez al conjunto del sistema financiero (política monetaria cuantitativa) y apoyar el sector hipotecario, y a estas entidades en particular. Los objetivos de inyección de liquidez de estos dos programas se cumplieron entre finales de 2009 y principios de 2010 y se cerraron. Sin embargo, a finales de 2010, en vista de la debilidad de la recuperación económica, hubo otra oleada de compras de títulos de deuda pública ("quantitative easing 2") que se dio por finalizada en junio de 2011.

Desde entonces, si bien las actuaciones cuantitativas han cesado, la Reserva Federal ha mantenido el tipo de interés director a niveles cercanos a cero y, en enero de 2012, ha reafirmado su compromiso (condicional) de mantener los tipos de interés en este rango hasta mediados de 2014<sup>6</sup>. Además, con el objetivo de afectar a los tipos de interés a largo plazo, el banco central estadounidense está comprando títulos a largo plazo y vendiendo títulos a corto (aumentando los plazos de vencimiento de su cartera con un efecto neutral desde el punto de vista cuantitativo)<sup>7</sup>. En definitiva, en estos momentos la política monetaria americana ha abandonado las acciones cuantitativas, pero mantiene el tono expansivo, utilizando incluso algunos instrumentos no convencionales. Dada la necesidad de revertir la tendencia en política fiscal, la política monetaria se configurará como único resorte en caso de un empeoramiento de la coyuntura económica o laboral en los próximos trimestres.

#### 5. Una política financiera de corto y de largo plazo

El origen de la crisis en el sector financiero-hipotecario hizo que las actuaciones de política financiera desempeñaran un papel destacado, especialmente desde finales

<sup>5</sup> <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

<sup>6</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>

<sup>7</sup> [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisis-response.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisis-response.htm)

de 2008. El alcance de la crisis de liquidez en algunos casos, y de solvencia en otros, sorprendió a las autoridades americanas, que todavía no habían diseñado un plan general de salvamento. Así, las primeras actuaciones fueron caso por caso, no pudiendo evitar cierta sensación de urgencia que contribuyó a la creciente incertidumbre económica. El Gobierno facilitó la absorción de Bear Stearns por parte de otra compañía (en vez de rescatarla directamente), nacionalizó Fannie Mae y Freddie Mac, rescató a la aseguradora American International Group (AIG) y, finalmente, por omisión, permitió la quiebra de Lehman Brothers<sup>8,9,10</sup>. Esta disparidad de decisiones (fusión, nacionalización, rescate y quiebra) y la consiguiente incertidumbre pero, sobre todo, la caída de esta última entidad, desataron el pánico en los mercados financieros americanos y, de hecho, la (no)actuación de las autoridades estadounidenses en este caso está considerada como uno de los grandes errores de política económica en esta crisis (véase, por ejemplo, la opinión del analista Martin Wolf)<sup>11</sup>.

A partir de ese momento, el Gobierno fijó una única línea de actuación y aprobó en octubre la creación de un programa de compra y garantía por parte del Tesoro de activos hipotecarios, con el objetivo de proveer liquidez y estabilidad al conjunto del sistema financiero (*TARP, Troubled Asset Relief Program*). Desde entonces, el Tesoro ha ido comprando acciones de entidades financieras (y del sector de la automoción) con problemas, para recapitalizarlas. Cuando estas entidades han recuperado suficiente liquidez y solvencia y acceso a financiación, han recomprado las acciones al Gobierno. De acuerdo con la evaluación realizada por la Oficina Presupuestaria del Congreso recientemente, el programa ha implicado el desembolso o inversión (que no coste) de un total de 431 mil millones de dólares, dedicados en gran parte a la inversión en el capital de más de 700 entidades financieras, pero también a ayudas al sector de la automoción y a inmobiliarias para evitar ejecuciones hipotecarias (CBO, 2012b). En lo que respecta a las inversiones en capital y líneas de crédito a entidades financieras, a fecha de febrero de 2012 y siempre según la mencionada Oficina, y si se exceptúa a AIG, las entidades financieras ya han recomprado más del 90% de sus acciones, generando en dicha operación beneficios para el Tesoro. Sin embargo, las ayudas a AIG, a la automoción y a evitar los desahucios provocan que en su conjunto el programa registre unas pérdidas de 32 mil millones de dólares.

<sup>8</sup> [http://www.nytimes.com/2008/03/25/business/25bear.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2008/03/25/business/25bear.html?_r=1)

<sup>9</sup> <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1129.aspx>

<sup>10</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080916a.htm>

<sup>11</sup> <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b24477de-a226-11de-9caa-00144feabdc0.html#axzz1xy1qaAnS>

En definitiva, exceptuando AIG, el sector privado financiero ya ha devuelto casi la totalidad del capital "prestado" por el sector público. Además, los 431 mil millones de dólares invertidos en total (de los que ya se ha recuperado gran parte) suponen una cifra considerablemente inferior a los 700 mil habilitados en el momento de la creación del programa. La propia Oficina Presupuestaria del Congreso admite que los 32 mil millones dólares de pérdidas se sitúan en la franja baja de las estimaciones iniciales. El hecho es que el programa, que todavía está en vigor, ha constituido una herramienta esencial en la estabilización financiera en EEUU, contribuyendo a evitar nuevas oleadas de quiebras y a recuperar el crédito, y no ha supuesto en términos de coste una carga sustancial para las cuentas públicas.

Así como el TARP ha sido un instrumento esencialmente de estabilización y liquidez, la Ley Dodd-Frank para La Reforma de Wall Street y para la Protección del Consumidor, aprobada a mediados de 2010, ha supuesto la mayor reforma de la regulación del sector financiero americano desde la Gran Depresión. Su objetivo es construir un sistema financiero más estable. Entre otras modificaciones, la ley ha creado un organismo, el Consejo de Estabilidad Financiera, que debe identificar las entidades financieras de importancia sistémica y proponer una regulación adicional adaptada a esta condición<sup>12</sup>. Otra novedad destacada es la llamada regla Volcker, incorporada en el articulado de la ley, que prohíbe a las entidades financieras realizar ciertas operaciones de alto riesgo. Esta prohibición ha generado mucho debate pues limita el abanico de operaciones disponibles<sup>13</sup>.

Es demasiado temprano para evaluar el impacto que tendrá esta ley en el sector financiero (muchas de las modificaciones todavía no han entrado en vigor o lo están haciendo por etapas), pero parece indudable que el riesgo asumido por el conjunto del sistema disminuirá, aunque ello pueda ser a costa de menor libertad y margen de maniobra para algunas entidades, impactando en su competitividad, especialmente los grandes bancos de importancia sistémica. Una posible consecuencia de esto último es que, con el objetivo de escapar de la nueva regulación, puede haber un desplazamiento de la actividad financiera desde estos bancos a bancos menores e incluso a entidades financieras no bancarias, lo que conlleva otro tipo de riesgos<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> <http://www.economonitor.com/blog/2010/10/dodd-frank-rulemaking-the-bottom-line-impact/>

<sup>13</sup> Véase por ejemplo la opinión de Douglas J. Elliott, experto de Brookings: <http://www.brookings.edu/research/opinions/2012/03/19-volcker-rule-elliott>

<sup>14</sup> <http://www.economonitor.com/blog/2011/01/winners-and-losers-under-dodd-frank/>

## 6. Conclusión

EEUU ha tenido y tiene mucho más margen de maniobra que los países de la zona euro para impulsar la recuperación económica. En primer lugar, goza de una política monetaria autónoma y con objetivo dual (inflación y crecimiento), que ha sido utilizada de modo expansivo mediante intervenciones tanto convencionales como cuantitativas. En segundo lugar, la política fiscal no ha sido frenada por una presión creciente en los mercados de deuda. Ello tiene que ver mucho con las intervenciones de la Reserva Federal dirigidas específicamente a bajar los tipos de interés a largo plazo.

Estos impulsos monetarios y fiscales ayudaron a EEUU a salir de la crisis de manera rápida en 2010. Sin embargo, esta recuperación muestra dos grandes debilidades: el creciente endeudamiento público y el alto desempleo. En cuanto al primero, el FMI cree que el idilio con los mercados financieros está agotado y prevé para los próximos trimestres fuertes subidas de los tipos de interés a largo plazo (FMI, 2012a). Ya en agosto de 2011, la agencia de calificación Standard & Poor's disminuyó un peldaño la calificación crediticia de la deuda pública federal estadounidense<sup>15</sup>. Por todo ello, la estabilización y disminución del endeudamiento público americano es quizá el principal reto al que se enfrenta la economía estadounidense en los próximos años. La pérdida de margen de maniobra en la política fiscal hará que, en caso de empeoramiento de las condiciones económicas, todo el peso de nuevos impulsos de demanda caiga en la política monetaria. Ésta podrá responder en tanto en cuanto la inflación se mantenga en niveles moderados. En cuanto al desempleo, su resistencia a la baja y el fenómeno del paro de la larga duración indicarían que EEUU no nece-

<sup>15</sup> <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563>

sita sólo políticas de demanda, sino también políticas de oferta.

En el sector financiero se ha realizado una combinación de políticas a corto y largo plazo (TARP y Ley Dodd-Frank respectivamente). Esta doble actuación debe servir de modelo para la política fiscal y la laboral. Esta combinación parece haber resultado el problema de liquidez del sistema financiero y haber sentado las bases para una mayor estabilidad en un futuro. Esta resolución de los problemas financieros y la incipiente recuperación del mercado inmobiliario son otras diferencias con varios países europeos, diferencias que se pueden trasladar a distintas perspectivas de crecimiento económico para los próximos trimestres.

## BIBLIOGRAFÍA

- CONGRESSIONAL and BUDGET OFFICE (CBO) (2012a), "The Budget and Economic Outlook: fiscal years 2012 to 2022". Enero 2012.
- (2012b), "Report on the Troubled Asset Relief Program". Marzo 2012.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011), "Article IV Consultation: United States". *IMF country report* 11/201.
- (2012a), "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere". *World economic and financial surveys* 0258-7440.
- (2012b), "World Economic Outlook: April 2012". *World economic and financial surveys* 0256-6877.

# El Banco Europeo de Inversiones en la estrategia de crecimiento de la Unión Europea

Magdalena Álvarez Arza\*

En los últimos meses, la profundización de la crisis económica en Europa, agravada por las tensiones en los mercados de deuda soberana, ha reavivado el debate sobre la necesidad de establecer una nueva agenda de crecimiento para la Unión Europea (UE, en adelante) que tenga como objetivo facilitar una estrategia de salida y recuperar elevadas tasas de crecimiento y de creación de empleo.

El Banco Europeo de Inversiones (BEI), como brazo financiero de la Unión Europea, no ha sido ajeno a este debate. Numerosos líderes de la UE y economistas a lo largo y ancho del globo han insistido en la necesidad de que el BEI juegue un papel activo en la recuperación e incremente su actividad de préstamo, animando las inversiones y estimulando el crecimiento.

El presente artículo tiene como objeto analizar el Banco como instrumento de la estrategia europea contra la crisis. La **sección 1** describe brevemente el BEI; la **sección 2** repasa su función como institución financiera pública y analiza las acciones puestas en marcha desde el inicio de la crisis en 2008, con una mención especial a su actividad en España. Finalmente, la **sección 3** presenta las distintas posibilidades y limitaciones para reforzar su actuación ante la actual coyuntura económica europea.

## 1. El Banco Europeo de Inversiones: el banco de la Unión Europea

El Banco Europeo de Inversiones tiene su origen en el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea

\* Vicepresidenta del Banco Europeo de Inversiones.

(CEE), firmado en Roma el 25 de marzo de 1957 por Alemania, Francia, Italia y los países del Benelux<sup>1</sup>, que entró en vigor el 1 de enero de 1958.

Regulado en los artículos 129 y 130 del Tratado, el BEI fue creado con el objetivo de “*contribuir al desarrollo equilibrado y estable del mercado interior en interés de la Unión, recurriendo a los mercados de capitales y a sus propios recursos*”. En particular, entre las funciones entonces asignadas al Banco pueden destacarse la lucha contra las disparidades y los desequilibrios regionales, la promoción del libre movimiento de personas y mercancías, a través de la mejora de infraestructuras, y la modernización del tejido productivo europeo.

Desde entonces, el BEI ha evolucionado de forma muy significativa extendiendo su actividad tanto a los nuevos socios que se han ido incorporando a la UE, como a un buen número de países fuera de la órbita comunitaria con quienes, en una u otra medida, la Unión tiene importantes lazos culturales, económicos y financieros. En este sentido, no es exagerado afirmar que la transformación que ha experimentado el BEI en estos años no tiene igual entre las instituciones financieras internacionales (IFI).

Estos cambios se han puesto de manifiesto tanto en la composición de su accionariado como en su cartera de operaciones. En efecto, a pesar de su vocación europea y europeísta, el BEI ha pasado de actuar en los seis países

<sup>1</sup> En el momento de su creación el BEI fue dotado con un capital inicial de 1.001 millones de euros. Las aportaciones de cada uno de los Estados miembros se distribuyeron de la siguiente forma: Alemania 300 millones (30%); Francia: 300 millones (30%); Italia: 240 millones (24%); Bélgica: 87 millones (8,7%) Holanda: 72 millones (7,2%) y Luxemburgo: 2 millones (0,2%).

fundadores, con una importante concentración en el Mezzogiorno italiano<sup>2</sup>, a realizar operaciones de préstamo en más de 130 países, si bien es cierto que en torno al 90% de su actividad se concentra en la Unión Europea.

En la actualidad, el BEI cuenta con veintisiete accionistas, los Estados miembros de la UE, a los que, en julio de 2013, vendrá a sumarse Croacia, una vez se haga efectiva su adhesión. El capital suscrito se sitúa en 232.400 millones de euros<sup>3</sup>, muy lejos de los mil millones de euros de capital inicialmente aportados por los seis Estados fundadores.

Como resultado, en sus más de cincuenta años de historia, el Banco ha pasado a ser la principal institución financiera internacional tanto en volumen de préstamo<sup>4</sup>, como en emisiones realizadas en los mercados financieros internacionales<sup>5</sup>.

Asimismo, el BEI ha ampliado las modalidades bajo las que realiza las operaciones y ofrece ahora un mayor abanico de posibilidades que abarcan desde préstamos directos a esquemas más complejos como las operaciones titulizadas o la participación en colaboraciones público-privadas y Project Finance que, si bien conllevan mayores dificultades técnicas a la hora de establecer la estructura financiera de la operación, ofrecen ventajas en términos de eficiencia en el reparto del riesgo del coste.

## 2. La financiación del BEI y sus efectos sobre la economía real

Durante el proceso de transformación descrito en la sección anterior, el Banco se ha consolidado como instrumento central para apoyar las políticas comunitarias y ha

<sup>2</sup> Las estadísticas de préstamo muestran que, entre 1958 y 1972 Italia recibió en torno a un 60% del volumen total de préstamos concedidos en ese periodo. Esta concentración ya estaba prevista en el Protocolo Italiano anexo al Tratado, que señalaba la existencia de importantes desequilibrios regionales. De esta forma se sientan, desde el principio, las bases para el que BEI sea una importante herramienta de apoyo a la política comunitaria de cohesión y convergencia.

<sup>3</sup> Alemania, Francia, Italia y Reino Unido son los principales accionistas, con algo más de 16% del capital cada uno, seguidos por España, cuya aportación asciende al 9,7%.

<sup>4</sup> En 2011 el BEI concedió créditos por valor de 60.900 millones de euros, incluyendo 7.100 millones destinados a operaciones fuera de la Unión Europea.

<sup>5</sup> Las emisiones de deuda en los mercados internacionales alcanzaron su máximo en 2010, con 78 mil millones de euros y en 2011 se situaron en 76 mil millones de euros

mantenido en su espíritu los objetivos de apoyo a las economías europeas y al proceso de convergencia europeo que le fueron asignados en el momento de su creación, gracias a la triple naturaleza que le confiere su condición de institución financiera pública de la Unión Europea.

En primer lugar, como institución financiera, el Banco aborda proyectos solventes en términos económicos, financieros y técnicos, y lo hace, básicamente, mediante la concesión de préstamos, de forma que la actividad crediticia supone el grueso de su actividad<sup>6</sup>.

En su segunda vertiente, como banco público, su actuación no se guía por la maximización de beneficios económicos o financieros, sino que, mediante la financiación de proyectos, busca siempre maximizar el beneficio social de estos, incorporando los efectos externos asociados a los mismos.

Finalmente, y en estrecha relación con el punto anterior, como institución de la Unión Europea, la actuación del BEI está siempre alineada con las prioridades estratégicas de la Unión, a las que ofrece apoyo financiero.

Precisamente por esta triple naturaleza, la participación del BEI en el proceso inversor genera importantes efectos positivos sobre la economía, tanto a corto como a largo plazo.

En primer lugar, en el plano coyuntural o de corto plazo, el BEI es una potente herramienta anticíclica, ya que la inyección de recursos permite reactivar la actividad a través de inversiones adicionales, especialmente en momentos de restricción presupuestaria y/o escasez de liquidez en los mercados o menor apetito por el riesgo. Con ello, el BEI puede ayudar a mitigar las oscilaciones cíclicas de la actividad económica y el empleo, en particular en determinados sectores más vulnerables a las mismas.

Asimismo, como banco público, el BEI es capaz de asumir mayores niveles de riesgo y financiar proyectos que no podrían ser abordados por la banca comercial o por otros inversores que, en la fase bajista del ciclo, tienden a realizar inversiones con menor perfil de riesgo.

La financiación del BEI permite, por tanto, corregir la existencia de fallos de mercado que, en la práctica, llevan a la existencia de restricciones en el acceso al crédito, especialmente agravadas en circunstancias de crisis. Este

<sup>6</sup> El banco realiza también, aunque de forma muy minoritaria, otras actividades como la prestación de servicios de asistencia técnica o la gestión de activos en nombre de terceros.

sería, por ejemplo, el caso de actividades con un elevado contenido de innovación, con notables efectos externos positivos sobre la economía en el largo plazo y que no siempre son incorporados íntegramente en los costes y precios de mercado, efecto que se ve agravado en las fases bajas del ciclo.

Desde otra perspectiva, los términos en los que se concede la financiación del BEI suponen una reducción de los costes financieros de la inversión, lo que genera, sin duda, una mejora de la competitividad de las empresas y la productividad de la economía en general.

En efecto, el BEI, gracias a su excelente calidad crediticia, puede financiarse en los mercados financieros en condiciones muy ventajosas, lo que le permite traspasar una parte sustancial de esta ventaja financiera a sus clientes, en términos de más largos vencimientos y menores tipos de interés.

Este impacto positivo sobre la competitividad y la productividad, y, en definitiva, sobre la capacidad de crecimiento de la economía, cobra aún más importancia a largo plazo ya que, en su gran mayoría, estos recursos se pueden destinar a inversiones que supongan una verdadera reforma estructural.

Este sería el caso, por nombrar algunos ejemplos, de inversiones en grandes infraestructuras, que permiten el desarrollo de un sistema de transporte multimodal y mejoran la interconexión entre los mercados; de inversiones en I+D+i o de nuevas tecnologías, cuyo impacto sobre la productividad a largo plazo es indiscutible, así como de inversiones que faciliten la implantación de fuentes de energía renovables.

Asimismo, los beneficios descritos se ven reforzados por el efecto catalizador que comporta la participación del BEI en la financiación de proyectos. Esto es posible porque el BEI, en su análisis y evaluación de los proyectos, aplica criterios muy rigurosos en cuanto a los aspectos técnicos, financieros, económicos y legales, lo que supone, una suerte de asistencia técnica gratuita que imprime al proyecto un sello de calidad que atrae fuentes de financiación complementarias.

Precisamente, la diversificación de las fuentes de financiación es un elemento al que el BEI concede una gran relevancia y, en términos generales, BEI sólo financia hasta un 50% del coste total elegible del proyecto, si bien existen algunas excepciones<sup>7</sup>. Este esquema de financia-

<sup>7</sup> En el caso de PYME o de proyectos con un componente de eficiencia energética, puede financiar hasta un 100% o un 75% del coste total del proyecto, respectivamente.

ción “parcial” de la inversión permite, además, que estos efectos positivos se extiendan a un mayor número de proyectos, ampliando su impacto total sobre la economía.

## 2.1 La labor del BEI desde la irrupción de la crisis financiera internacional

La labor anticíclica ha sido especialmente intensa desde que comenzaran a materializarse los efectos negativos de la crisis económica y financiera a nivel internacional. En efecto, ya en 2008 la rápida desaceleración del Producto Interior Bruto en Europa, acompañada por el ascenso en las tasas de desempleo, llevó a las autoridades europeas a adoptar un “paquete” para la recuperación económica en el que el BEI fue llamado a jugar un papel muy relevante.

Inicialmente presentado por la Comisión bajo la denominación de *Plan Europeo para la Recuperación Económica*<sup>8</sup> y posteriormente respaldado por el ECOFIN, esta hoja de ruta contemplaba una serie de medidas de estímulo de la actividad que, posteriormente, se integró en el Plan Operativo Plurianual del BEI (Corporate Operational Plan, COP) para el periodo 2009-2011.

En grandes líneas, las acciones emprendidas por el BEI como respuesta a la crisis consistieron, esencialmente en un aumento de 30 mil millones de euros<sup>9</sup> (quince mil millones de euros anuales en el periodo 2009-2010), lo que supone un crecimiento del 30% respecto a los niveles de 2007, destinados a sectores y áreas de importancia estratégica para la agenda de crecimiento de la UE y, en particular:

- a) Para PYME un aumento de cinco mil millones de euros, al tiempo que se flexibilizan las condiciones de acceso a la financiación y se amplían las inversiones elegibles. Asimismo, se crea un nuevo instrumento de riesgo compartido con los bancos intermediarios para la financiación a pequeñas y medianas empresas.

Adicionalmente, para empresas de mediana capitalización<sup>10</sup> se aprueba una línea de financiación similar dotada con dos mil millones de euros.

<sup>8</sup> COM (2008) 800 final, 26 de noviembre de 2008: Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo: Un Plan Europeo de Recuperación Económica.

<sup>9</sup> Al desglose hay que añadir un margen “de flexibilidad” de seis mil millones de euros adicionales para el periodo 2009-2010.

<sup>10</sup> Empresas con un número de empleados entre 250 y tres mil.

- b) En segundo lugar, hasta doce mil millones de euros se destinan a financiar acciones de lucha contra el cambio climático, incluyendo entre otras medidas, la financiación en términos muy favorables para inversiones en industrias del transporte<sup>11</sup> que redunden en una reducción de gases de efecto invernadero, tanto a través de actividades de I+D+i como mediante inversiones en activos tangibles.
- c) Finalmente, se aprueba un aumento de la financiación de cinco mil millones de euros para inversiones localizadas en las denominadas regiones de convergencia.

Con el fin de hacer posible este esfuerzo de financiación, sin precedentes en sus cincuenta años de historia, el Banco llevó a cabo, asimismo, una ampliación de capital, con cargo a reservas, por valor de 67 mil millones de euros de capital suscrito<sup>12</sup>, hasta su nivel actual de 232.400 millones de euros.

La valoración de estos esfuerzos es necesariamente positiva. Los resultados fueron incluso más allá de lo inicialmente esperado y el volumen de crédito concedido por el Banco experimentó un crecimiento más que significativo de 31 mil millones de euros, desde 48 mil millones en 2007 hasta el máximo histórico de 79 mil millones de euros en 2010<sup>13</sup>.

Si incorporamos también la actividad realizada en el ejercicio 2011, año en que se ha mantenido, aunque en menor medida, el esfuerzo de financiación adicional, en el cuatrienio 2008-2011 el volumen total de operaciones del BEI ascendió a 270 mil millones de euros.

España no ha permanecido ajena a estos acontecimientos. Tanto es así que en los últimos cuatro años la financiación de inversiones en nuestro país ha superado los 37 mil millones de euros, lo que supone un crecimiento de unos siete mil millones de euros (25% respecto al cuatrienio anterior, 2004-2007). Sólo en 2011, la financiación ascendió a 9.080 millones de euros, con lo que España vuelve a posicionarse como primer cliente del BEI.

España, que ha consolidado esta posición al mantenerse como principal cliente del Banco en los últimos

ocho años, ha utilizado esta financiación para financiar inversiones en un amplio abanico de sectores, entre los que cabe destacar las infraestructuras de transporte, los proyectos de generación de energía de fuentes renovables y la financiación a PYME. Asimismo, los recursos del BEI han tenido una amplia cobertura geográfica y las regiones de convergencia han recibido más de veinte mil millones de euros en financiación (casi el 55% de la financiación total concedida en España entre 2008 y 2011).

### 3. Perspectivas de futuro: el BEI ante la encrucijada del crecimiento en la UE

El informe de Perspectivas Económicas Europeas de primavera, recientemente publicado por la Comisión<sup>14</sup>, ha confirmado el deterioro de la situación económica en Europa, agravado por las tensiones renovadas en los mercados de deuda soberana.

Este hecho ha reavivado las incertidumbres y, en consecuencia, se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento y empleo, anticipando, así, un nuevo retraso en la recuperación económica.

En este sentido, y antes de comenzar el análisis sobre las posibles modalidades de actuación del BEI en la estrategia de salida de la crisis, cabe recordar que, a diferencia de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera<sup>15</sup> y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, o del propio Banco Central Europeo<sup>16</sup>, los estatutos limitan la financiación del BEI exclusivamente a proyectos de inversión mediante la concesión de préstamos y garantías<sup>17</sup>. No se contempla, por tanto, la posibilidad de que la institución participe en los mecanismos y esquemas diseñados para facilitar asistencia macroeconómica o rescates (*bail-outs*).

En este escenario, y sin perjuicio de las decisiones que puedan finalmente tomarse, que corresponden, en todo caso, al Consejo Europeo y al ECOFIN, en su calidad de accionistas de la institución, existen diversas opciones, en absoluto excluyentes, para intensificar el apoyo financiero del BEI a la economía europea.

<sup>11</sup> Industrias del automóvil y otras industrias de transporte. La financiación puede destinarse a fabricantes directos o a proveedores de componentes.

<sup>12</sup> De los que el 5% es capital desembolsado.

<sup>13</sup> Operaciones firmadas tanto dentro como fuera de la Unión Europea.

<sup>14</sup> European Economic Forecast, Spring 2012 (mayo de 2012).

<sup>15</sup> European Financial Stability Facility, EFSF.

<sup>16</sup> Strictu sensu, el BCE no puede participar en operaciones de rescate, pero sí puede hacerlo en compras de deuda soberana de los países de la eurozona, si bien limitadas en tiempo y volumen.

<sup>17</sup> Artículo 16 de los estatutos del BEI.

### 3.1 Incremento en el volumen de préstamos del BEI en los próximos años

En primer lugar, se ha planteado la posibilidad de que el BEI aumente, a través de préstamos y garantías, su actividad en los próximos años. Dicho incremento debe realizarse garantizando que se cumplen los más altos estándares de prudencia en la gestión del riesgo de cartera, de forma que no se amenace la calidad crediticia de la institución (reflejada en su *rating* de AAA), que es la base del modelo de negocio del Banco y lo que le permite traspasar una elevada ventaja financiera a sus clientes.

Por ello, esta primera opción, pasa por realizar una ampliación del capital del Banco. Las cifras en principio barajadas sitúan el aumento del capital suscrito<sup>18</sup> y desembolsado “deseable” en diez mil millones de euros, asumidos por los Estados miembros de forma proporcional a su participación actual en el capital de la institución.

Este capital adicional permitiría llevar a cabo una financiación adicional de unos 60 mil millones de euros en los próximos cuatro años<sup>19</sup>. Teniendo en cuenta que el BEI financia hasta un 50% del coste total del proyecto las inversiones totales “movilizadas” podrían situarse entre los 150.000 y los 180.000 millones de euros, con un potente efecto multiplicador sobre la actividad y el empleo.

### 3.2 Ampliación del espectro de operaciones con financiación del BEI

En segundo lugar, podrían diseñarse nuevos instrumentos que permitieran al BEI incrementar su capacidad de asumir más riesgo y, por tanto, facilitar la realización de inversiones en sectores estratégicos, que encuentran importantes restricciones en el acceso al crédito especialmente en las actuales condiciones de mercado, como es el caso de las grandes infraestructuras, las actividades de I+D+i o PYME.

La filosofía que subyace es la posibilidad de utilizar los recursos presupuestarios de la Comisión para asumir una parte del riesgo de la operación, lo que permitiría al BEI participar (o aumentar su participación) en operaciones con un mayor perfil de riesgo pero con un alto valor añ-

<sup>18</sup> Nótese que la ampliación de capital que tuvo lugar en 2009 se refirió al capital suscrito, no al desembolsado.

<sup>19</sup> El procedimiento necesario para realizar la ampliación de capital hace poco probable que ésta pueda tener un efecto sobre el volumen final de operaciones antes de final de 2012, incluso si la aprobación se realizara de forma relativamente rápida en los próximos meses.

didado para la economía europea y que no podría financiar en ausencia de tales garantías.

Un caso particular de esta modalidad sería la utilización de Fondos Estructurales a tal efecto. En este sentido, y dado que el paquete contemplado en las primeras discusiones de las Perspectivas Financieras para el periodo 2014-2020 asciende a unos 380 mil millones de euros, parece que existe un elevado margen de maniobra y un gran potencial para este tipo de operaciones.

De acuerdo con la experiencia en los instrumentos financieros de riesgo compartido<sup>20</sup> se obtendría, con esta modalidad, un factor multiplicador de las inversiones totales generadas de cinco, de forma que con una pequeña parte de los Fondos Estructurales destinados a este tipo de instrumento, se podría generar un más que notable estímulo para la economía.

El uso de Fondos Estructurales bajo este esquema está siendo actualmente analizado por el BEI y la Comisión y podría ser aplicado por primera vez para la financiación a PYME en Grecia.

Otra modalidad de apoyo del BEI podría materializarse a través de los denominados *Project Bonds*. En este caso, el BEI y/o la Comisión aportarían recursos en forma de garantía a la emisión de bonos destinados a la financiación de grandes infraestructuras, lo que permitiría mejorar el perfil de riesgo del proyecto y, en consecuencia, reducir los costes de financiación del mismo. En definitiva, gracias a la garantía del BEI, la empresa promotora del proyecto podría emitir bonos en el mercado con un mejor *rating* y financiarse en más favorables condiciones de vencimiento y precio.

De esta forma, por ejemplo, inversores institucionales como fondos de pensiones o aseguradoras, que normalmente limitan sus inversiones a productos con un *rating* elevado, podrían contribuir a la financiación de proyectos. El beneficio sería, por tanto, doble, ya que, por un lado se inyecta liquidez adicional en el mercado y, por otra, se reducen los costes de financiación, gracias al menor perfil de riesgo de los proyectos que utilicen esta vía para financiarse.

## 4. Conclusión

El Banco Europeo de Inversiones ha demostrado su enorme capacidad de adaptación y su eficiencia como herramienta al servicio de las políticas comunitarias.

<sup>20</sup> Esquemas denominados de “First Loss Piece”, en los que los recursos de la Comisión se destinan a asumir las primeras pérdidas (estimadas como un porcentaje máximo).

En sus más de cincuenta años de historia, son muchas las acciones que ha emprendido y, a la luz de los resultados, con un notable éxito en términos de impacto sobre la economía real.

Sin perjuicio de las decisiones que el Consejo Europeo y/o el ECOFIN puedan tomar sobre las alternativas actualmente sobre la mesa, en los próximos años, el Banco seguirá adaptándose a la realidad cambiante de las

economías europeas y siendo un actor protagonista en el estímulo al crecimiento sostenido, sostenible e inclusivo a partir de inversiones que contribuyan tanto a una mayor y mejor integración en Europa.

El BEI seguirá siendo un actor importante para estimular la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos, gracias al impulso de medidas que mejoran la competitividad de la economía y favorecen la creación de empleo.

# 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 económicas de primavera*, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

## ***Perspectivas económicas de primavera de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos***

La economía mundial intenta volver a recorrer una senda de crecimiento ascendente. El incremento del comercio y la recuperación de la confianza en la economía americana son signos esperanzadores para el futuro. La situación en Japón y en los países emergentes también aporta signos positivos a la imagen económica global. Ahora bien, la debilidad del crecimiento en el Viejo Continente, mezclado con la inestabilidad de las economías de algunos países periféricos empañan las previsiones sobre el futuro.

Las diferencias también se mantienen en diversos aspectos económicos. Así, el desempleo en Estados Unidos comienza a reducirse, al contrario que en Europa.

Mientras que en Estados Unidos la recuperación de la confianza de las empresas y los hogares empuja al alza a la economía, en Europa, los ajustes la siguen penalizando. De hecho, la OCDE nos recuerda que existe la posibilidad de que algunos países entren en un círculo vicioso en el que se combinen altas tasas de endeudamiento público, un sector bancario frágil, una consolidación fiscal dura y un crecimiento económico débil.

Para algunos países europeos se espera que la recesión se prolongue hasta 2013, mientras que para la zona Euro el crecimiento será nulo para el presente año. Además, se empieza a sentir una cierta fatiga respecto a los ajustes por parte de la población, lo cual puede desincentivar a los gobiernos a seguir implementando tales políticas.

Pero, los gobiernos no han de desfallecer a la hora de apostar fuerte por el crecimiento. Cada programa de reforma ha de estar adaptado a la situación de cada país, pero siempre teniendo en mente que el objetivo final es recuperar un crecimiento sostenible basado en la competitividad y la eficiencia.

### **Principales factores que influyen en la economía mundial**

#### **1. La inestabilidad financiera**

La situación en los mercados financieros europeos sigue siendo frágil en la Eurozona, con una inestabilidad persistente marcada por la situación en países con

graves problemas de deuda soberana. A principios de 2012 se experimentó una caída de los tipos de interés ligados a la deuda pública. Sin embargo, el contagio de la desconfianza generada por la situación en el país heleno, que se ha extendido principalmente a España e Italia, ha conllevado una nueva alza de tipos. Además, los préstamos del sector bancario continúan débiles, si bien esta baja financiación se debe a factores de oferta y de demanda.

En otros países de la OCDE, la financiación bancaria es más estable gracias a una aminoración de la aversión al riesgo. Además, desde finales del año precedente, los precios bursátiles se han incrementado y los tipos de interés de la deuda soberana y bonos corporativos se han suavizado. En el caso japonés, todo ello ha sido acompañado por la depreciación del yen, en parte, gracias a una política monetaria más laxa de lo esperado.

Resulta interesante destacar la caída de los tipos de deuda soberana de cuatro países: Estados Unidos, Alemania, Reino Unido y Japón, considerados hoy como un valor refugio, que ante la reducción de los tipos de referencia de los bancos centrales, se comienza a notar un auge en la demanda de este tipo de activos.

## 2. La demanda agregada

La confianza empresarial se ha estabilizado o comienza a incrementarse. La excepción siguen siendo los países bajo fuertes presiones como España. El comercio mundial comienza a recuperarse con timidez. La inversión empresarial americana, que sigue estando por debajo de la media histórica, se está recuperando gracias a una mejora en los balances y los beneficios. Por el contrario, en Europa la inversión seguirá siendo débil, sobre todo en los países con reducida financiación bancaria. La venta de automóviles ha sido más fuerte en Estados Unidos y Japón, donde se vuelven a ver políticas de incentivo para la compra de coches menos contaminantes.

El ahorro de los hogares sigue siendo elevado pero su tendencia comienza a invertirse. Ahora bien, el cambio sobre el consumo en Europa es todavía reducido, mientras que en Estados Unidos se recupera. El proceso de desapalancamiento de los hogares americanos ha sido más fuerte y rápido, indicando la posibilidad de un mayor aumento del consumo en el medio plazo, mientras que el desempleo cae gracias a la generación de ocupación. Al contrario, el consumo europeo sufre los efectos perniciosos de un mercado laboral marcado por

el desempleo y reducidos salarios, elevados precios del petróleo y recortes fiscales.

Las perspectivas del sector inmobiliario americano mejoran con un incremento de las construcciones nuevas y las ventas. En Europa, los precios de la vivienda siguen caminos divergentes según el país. Así, después de años de estancamiento en Alemania, ahora comienzan a aumentar, mientras, en los países periféricos siguen una evolución descendente. También se espera un reajuste a la baja en los precios de la vivienda en algunos países como Noruega o Francia, todavía elevados en comparación al nivel de vida.

El comercio internacional gana fortaleza, y crecerá al 7,5 por ciento en la segunda parte de 2013. Ahora bien, los desequilibrios globales se mantendrán si bien a un nivel inferior al anterior a la crisis. Los países con mayores superávits serán los exportadores de petróleo, a pesar de que el precio del petróleo se haya reducido paulatinamente gracias al aumento de la producción por parte de la OPEP. Sin embargo, en el futuro, la presión ejercida por el incremento de la demanda proveniente de los países emergentes y la reducción de la producción en los campos petrolíferos actuales supondrá un alza en los precios de cinco dólares anuales. El precio del resto de materias primas seguirá estable en el periodo proyectado.

## 3. Mercado de trabajo

La situación diverge según el país. El desempleo en general es más persistente en Europa que en Estados Unidos, en donde no se puede determinar con exactitud la fuente principal del auge del empleo, ya que el crecimiento económico no es elevado. Puede deberse a un cambio en la estructura de la creación de empleo, ya que es más probable que se amplíe el factor trabajo mediante la contratación que por el aumento de horas trabajadas.

En Europa, hay países como Alemania cuya tasa de desempleo cae, mientras que el paro asuela a los países que sufren las mayores presiones de los mercados y debido a las mayores necesidades de consolidación fiscal han dedicado un gran esfuerzo a reformar sus mercados laborales para incentivar la generación de empleo, y reducir la histéresis.

## Perspectivas regionales

Las perspectivas de la OCDE se basan en un escenario en el que las principales amenazas para la estabilidad

económica mundial serán controladas, especialmente las relacionadas con las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda y la fragilidad del sistema financiero en algunos países europeos.

En Estados Unidos, el crecimiento parece recuperarse paulatinamente. Ahora bien, será modesto debido a la combinación de los paquetes de consolidación fiscal y el ajuste en el mercado inmobiliario. Así, mantendrá un *output gap* negativo en 2013. La mejora en el mercado de trabajo y en la confianza llevará a un aumento del consumo, a pesar de que el ahorro se mantendrá elevado. La inversión también se recupera gracias a la combinación de reducidos tipos de interés y la mejora de la situación de los balances empresariales. El entramado empresarial americano además generará empleo llevando a la tasa de desempleo a valores inferiores al 7,5 por ciento al final del próximo año.

El crecimiento en la Eurozona sigue estancado, con grandes diferencias entre países. En los periféricos, la difícil situación del mercado de trabajo, el desajuste de las empresas y los procesos de consolidación fiscal suponen una traba para la recuperación, a pesar de la política monetaria laxa y de la mejora de las condiciones financieras. La Zona del euro no volverá a crecer a su nivel tendencial, por lo menos hasta finales de 2013, por lo que la OCDE espera que el *output gap* se abra aún más y el desempleo aumente hasta un nivel ligeramente superior al uno por ciento. Ahora bien, no hay que perder la esperanza. Las políticas implementadas pueden ayudar a recuperar la confianza y se espera que las exportaciones tiren del crecimiento económico. Es cierto que las diferencias en la evolución económica se mantendrán y que, por tanto, los países periféricos han de realizar todavía un gran esfuerzo para salir de la dura situación actual.

Japón también parece salir de túnel, con una reducción del *output gap* gracias a la mejora de las condiciones financieras y a los impulsos fiscales, en especial de reconstrucción, ya que se estima que se dedicó a dicho objetivo un 1,5 por ciento del PIB de 2012. Además, conforme se reduzca el impulso de esta política fiscal, otros factores tomarán el relevo como son la inversión empresarial y el auge de las exportaciones.

Finalmente, cabe destacar que en la actualidad los motores incansables de la economía mundial son sin duda los países emergentes. China, tras una leve caída de la tasa de crecimiento, con motivo de las menores exportaciones y corrección de los inventarios, volverá a crecer entre un 9 y un 9,5 por ciento en 2013. La

demanda interna recobra fortaleza con un mayor consumo y la suavización de la política monetaria que son clave en desarrollo económico del gigante asiático. La India sigue los pasos de cerca a su vecino con tasas de crecimiento del 7,5 por ciento, si bien experimenta un problema de inflación considerable. Tanto Brasil como Rusia tendrán un crecimiento del 4,25 por ciento. Brasil se recupera así de un periodo de menor bonanza con una demanda interna fuerte que compensa las caídas de las exportaciones y Rusia se mantiene gracias a los elevados precios del petróleo.

### Recomendaciones políticas

Uno de los objetivos políticos ha de ser reducir el desempleo mediante medidas que mejoren los servicios públicos de búsqueda de empleo, programas de formación adaptados a las necesidades de las empresas y reformas fiscales que incentiven la contratación.

Los desequilibrios exteriores podrán ser paliados con un mayor reajuste de los tipos de cambio reales, y otras reformas fiscales y estructurales.

La política monetaria ha sido esencial a la hora de impedir la catástrofe económica. Teniendo en cuenta la leve presión inflacionista en los países desarrollados y el riesgo a la baja de estas economías, las autoridades monetarias han implementado una política laxa usando diversos instrumentos para asegurar la estabilidad financiera y facilitando grandes inyecciones de liquidez al sistema. La OCDE recomienda para la Eurozona, Japón y Estados Unidos la continuación de este tipo de política, y también un cambio de política en China, donde el control monetario se sigue realizando mediante requerimientos de reservas, cuando sería más recomendable el paso a una política centrada en medidas de mercado. Por último, señala los problemas relacionados con el incremento de la inflación en los países productores de petróleo, que puede llevar a un endurecimiento de la política.

En varios países se requerirá la continuación de los programas de consolidación fiscal ya que, a pesar de los ajustes, el peso de la deuda es elevado y puede incrementarse. Los programas de consolidación han de ser individualizados por país, y han de buscar la eficiencia del gasto público. Nunca se ha de perder de vista el objetivo de crecimiento futuro. El esfuerzo de consolidación ha de ser mayor en Estados Unidos y Japón que hasta el ahora implementado. En Europa se necesita

minimizar el impacto pernicioso de dichos programas sobre el panorama económico.

Por último, pero no por ello menos importante, la OCDE recuerda la imperiosa necesidad de defender la estabilidad del sistema financiero mediante el control de los préstamos dudosos y su recapitalización en el corto plazo, pero sin cesar nunca en el empeño de desarrollar el programa de reforma establecido por el G20, basado en una mayor eficacia y transparencia de la regulación.

---

## Conclusión

Hay luz al final del túnel, aunque la salida está más cerca para unos pocos. Europa sigue siendo el foco principal de preocupación, con países con respiración asistida, que han de reformar su economía en profundidad.

Pero no hay que perder la esperanza; los países emergentes y Estados Unidos comienzan a tirar del carro del crecimiento. Si se consigue mantener una cierta estabilidad en la Eurozona, 2013 traerá unas perspectivas más halagüeñas.

# Resumen de prensa

## Comentario de actualidad

*Ramon Boixareu*

La evolución de la crisis de la deuda ha sido desconcertante y, sin duda, de difícil o imposible seguimiento para el observador de buena fe, ingenuo.

El curso de los acontecimientos fue nítido para el espectador aplicado, y así se alcanzó la fase en la que el contagio hizo entrar en escena a dos países de peso, Italia y España, esta con todo a favor, sin que pudiera sospecharse que pudieran aparecer trampas en las que resultara peligroso tropezar, contrariamente a lo que ocurría con Italia, con puntos débiles que se habían puesto de manifiesto desde tiempo atrás, y que se acusaron de inmediato hasta el punto de dar lugar a una importante crisis política de efectos inesperados. España, mientras tanto, daba la impresión de contemplar la escena con frialdad y serenidad, olvidándose casi de que la crisis podía plantear problemas serios y alterar la evolución tranquila de la vida ciudadana.

Súbitamente, las cosas cambiaron y el nombre de Italia dejó casi de aparecer en los titulares de los grandes rotativos, siendo substituido, sin saber por qué, por el de España, a la que se atribuyeron grandes males que, de inmediato, apenas pudieron explicarse los incautos ciudadanos de nuestro país.

Con el paso de los días y de las semanas se cayó en la cuenta, y se desveló, lo que antes no se había visto, o que no se había evaluado como se debía. Se trataba, obviamente, de la situación que había dejado tras de sí el estallido de la burbuja inmobiliaria, que, por su dimensión e intensidad, había dejado sin energía y sin recursos a la mayoría de las entidades de crédito españolas. Vistas las cosas con la perspectiva que permite el paso del

tiempo y las sucesivas incidencias de la crisis, destacaría el mayor interés concedido por la prensa internacional (y, por supuesto en la nacional española) a las actuaciones de dos países, Grecia y España. Por lo que se refiere a Grecia, los principales interrogantes o, por mejor decir, el interrogante máximo y casi único es la posibilidad de que este país salga de la Unión Monetaria, lo cual dependía en buena parte, según el parecer general, de los resultados de las elecciones del 17 de junio.

En cuanto a la situación de España en el contexto de la crisis, prácticamente todos los comentarios informativos se refieren a la evolución del problema de la banca o, en general, del sector crediticio, incluidas las cajas de ahorro, pocas, pero de peso.

El tema banca es un tema ingrato para el comentarista con escasos medios de penetración en la reserva que caracteriza el sector. Muy de vez en cuando se le permite al ciudadano ordinario penetrar en algún episodio susceptible de permitir esto o lo otro, de esta o aquella entidad. Algunos casos son particularmente hirientes para el observador de buena fe. No se trata de curiosidad malsana, sino de saber algo sobre una cuestión que ese español medio sospecha que tiene interés, o que merecería la pena conocer.

De vez en cuando, algún periodista nacional tiene la valentía, o la ocurrencia, de decir alguna cosa que le proporciona al lector alguna satisfacción sobre esos misterios, que no deberían serlo. Cuando el caminante pregunta a algún pariente o amigo si entiende algo de esto o de aquello de la reforma del sistema bancario, lo más frecuente es que la respuesta sea negativa.

Entonces ¿quién sabe lo que realmente ocurre, en esas materias? En ocasiones, la prensa internacional ilustra al lector adiestrado sobre algún aspecto de la realidad interior que le obsesiona y los corresponsales extranjeros cuentan a veces con medios que no tiene el ciudadano medio de casa. Pero, cuánto queda por saber, ¡queriéndolo saber!

Un episodio importante en la evolución de la crisis de la deuda tuvo lugar el día 9 de junio, sábado, cuando el ministro Guindos se dirigió a los españoles para darles

cuenta de que España se había dirigido a la Comisión Europea para pedirle recursos con los que prestar ayuda a los bancos españoles que la necesitan. En esta ocasión el ministro hizo saber que tanto la Comisión como la junta de los ministros de Hacienda de la Eurozona habían dado su conformidad a la ayuda solicitada, aunque de momento no podría anunciarse detalles de la operación teniendo en cuenta que por el momento se desconocían, por estar pendientes de algunos informes solicitados. Sin embargo, sí podía hacerse público que la cifra máxima autorizada es de 100.000 m. de euros.

# La información económica en la prensa internacional

## Sumario

<i>A shabby act of economic piracy</i>	61
<i>Spain Again Fails to Take Banking Bull by the Horns</i>	61
<i>Europe's economic suicide</i>	62
<i>Le Spiegel demande la sortie de la Grèce de l'euro</i>	62
<i>Spain again attempts to clean up its banks</i>	63
<i>Germany keeps Eurozone from grip of recession</i>	63
<i>Euro slides on Athens woes</i>	63
<i>Berlin, Paris, Athènes et l'avertissement de Zeus</i>	63
<i>L'Europe veut protéger l'Espagne du chaos grec</i>	64
<i>Les épargnants paniquent, les inverseurs n'ont plus confiance, Madrid est dans l'impasse</i>	65
<i>The Greek run</i>	65
<i>Vent de panique et fuite des capitaux en Grèce et en Espagne</i>	66
<i>Apocalypse fairly soon</i>	66
<i>Surge in bad loans as Madrid marks front line in battle to safeguard euro</i>	67
<i>Big worry for Europe: A double meltdown</i>	67
<i>EU summit to raise pressure on Merkel</i>	67
<i>L'euro ou la drachme? Aux Grecs de choisir</i>	68
<i>Reviving Beijing's economic miracle</i>	68
<i>Fearing the worst, Europe scrambles</i>	69
<i>It Is Much Euro Ado About Nothing</i>	69
<i>Signals Point to Slowdown Around Globe</i>	69
<i>Encuentro entre Martin Wolf y Paul Krugman</i>	70
<i>L'euro baisse: bonne ou mauvaise nouvelle?</i>	70
<i>Euro seems better than alternative, poll finds</i>	71
<i>Problems mount for Madrid amid bank trouble</i>	71
<i>L'Espagne, entre courage et entêtement</i>	71
<i>L'Etat devra émettre des «hispanobonos» pour aider les régions espagnoles à honorer leurs dettes</i>	72
<i>L'Europe doit agir vite pour renouer avec la croissance</i>	72
<i>New Strains Hit Spain's Economy</i>	73
<i>Fears About Spain's Banks Roil Markets</i>	73
<i>Spanish lessons</i>	73
<i>ECB chief critical of eurozone's leadership</i>	74
<i>Fears of global slowdown intensify</i>	74

<i>Defiant Spain angers troika by striving to avoid formal rescue</i>	74
<i>Euro higher against dollar</i>	75
<i>Banking union and the euro's future</i>	75
<i>L'Europe en état d'alerte sur les banques espagnoles</i>	75
<i>Madrid juge que le marché de la dette lui est «fermé»</i>	76
<i>Spain Flags Warning Market Access</i>	76
<i>Spain in appeal for bank aid</i>	77
<i>Le gouvernement espagnol prépare une troisième réforme du secteur bancaire</i>	77
<i>You don't need to be a lefty to support Krugman</i>	77
<i>Euro: M. Hollande doit répondre à Mme Merkel</i>	78
<i>Spain Bond Sale Suggests Rising Hopes</i>	78
<i>Spain poised to request Eurozone bailout for struggling banking sector</i>	78
<i>No so fast, premier minister</i>	79
<i>Insuficiente: Why the rescue plan for Spain is not enough</i>	79
<i>Record Spanish Bond Yield Fans Fears of wider Bailout</i>	79

*Financial Times* de 18/4. Editorial: (*A shabby act of economic piracy*)

Al anunciar la nacionalización de la mayor empresa petrolera argentina, YPF, Cristina Fernández dijo que ella era «un jefe de Estado» no un tunante (*hoodlum*). Sus actuaciones, en cambio, sugieren lo contrario.

La incautación (*seizure*) de una mayoría de las acciones de la sociedad petrolera española (Repsol) es sólo el último de una serie de gestos preocupantes por parte de una presidente argentina cada vez más estridente (*shrill*).

En meses recientes, Fernández ha pretendido incitar el sentimiento nacionalista a propósito de las reivindicaciones de su país sobre las Islas Falkland. Su gobierno es acusado de amañar (*fiddling*) sus cifras de inflación y de llenar su banco central de burócratas complacientes.

Lamentablemente, la expropiación ha merecido un aplauso fácil en Buenos Aires, donde es contemplado como un golpe a favor de la seguridad energética. En realidad, se trata de un gesto miserable de piratería económica con el cual Argentina ha desposeído a Repsol de casi el 57% de su participación accionarial, violando así un tratado de inversión bilateral. Los inversores argentinos, en cambio, conservan sus acciones, sin ser molestados.

Los argumentos de Fernández son ciertamente débiles. La presidenta acusa a Repsol de no invertir en incrementos de la producción y de obligar al gobierno a gastar sus escasas reservas en la importación de petróleo. La responsabilidad real, sin embargo, es de las malas políticas de su administración, principalmente por su predilección por la regulación de precios que no ofrecen incentivos para la inversión.

Una mirada a las cifras de producción de petróleo argentino explica cuál es la situación. La producción se duplicó alcanzando 900.000 barriles diarios en los años 1990, después de la liberalización y la privatización de YPF. En los años recientes, bajo la intercesión de las administraciones de la Sra. Fernández y su difunto esposo, Néstor Kirchner, la producción bajó a 700.000 barriles diarios.

Lejos de solucionar estos problemas, lo más probable es que la nacionalización agudice los problemas. La propiedad estatal de YPF no dispondrá de la capacidad técnica y del capital para explotar las enormes reservas de gas mineral de Argentina, y no digamos las prospectivas de crudo *offshore*. Es poco probable que la expropiación aliente la inversión extranjera a colaborar en los trabajos necesarios.

No se sabe qué precio pagará Argentina por las acciones, pero dado que el precio lo establecerá un tribunal estatal,

puede decirse que Repsol recibirá un trato escasamente favorable. Mientras tanto, es obligado pensar que la pérdida de la mayor parte de la producción de petróleo y de gas supondrá un fuerte golpe para la compañía.

España ha reaccionado muy negativamente (*has breathed fire*) ante la decisión Argentina, y su campo de reacción es limitado. Fuera del dolor moral (*shame*), dispone de pocas armas con las que replicar frente a Argentina. Y si bien la actuación multilateral puede resultar poco eficaz, no por esto puede dejar de ser utilizada. Buenos Aires tiene una historia caracterizada por la costumbre de ignorar (*thumbing its nose*) la opinión internacional negativa. Pero no importa: se debe acudir a ella, y se debe contar con la presión que ella ejerza. Particularmente, debe acudir a la Unión Europea, pues tiene un papel que representar. Debe presionarse, sin duda, para que Argentina sea castigada por el G20.

Violando acuerdos internacionales, la Sra. Fernández se sitúa en el mismo terreno que el líder caprichoso de Venezuela, Hugo Chávez. A la presidenta no debería permitírsele que actuaciones como la suya no tengan consecuencias.

---

Simon Nixon, en *The World Street Journal* de 14/5: *Spain Again Fails to Take Banking Bull by the Horns*

Otra oportunidad desperdiciada. Cuatro años en crisis, y España no consigue acertar en la solución del problema de la debilidad del sistema bancario, problema que se ha convertido en una amenaza para el sistema financiero global. Y el caso es que no es ningún secreto grave lo que se requiere: Madrid no tiene más que contemplar la experiencia de Estados Unidos, el Reino Unido e Irlanda, entre otros países, para ver que esa crisis no acabará hasta que los bancos españoles fueran obligados a anotar las deudas inmobiliarias tóxicas (*toxic real-estate exposures*) a niveles realistas (*to realistic levels*) y rellenar cualquier déficit (*short falls*) con acciones (*equity*). Y, sin embargo, por segunda vez en algo más de dos meses, Madrid ha elaborado un plan que no acierta con la solución.

En primer lugar, las nuevas instrucciones a los bancos parecen inadecuadas. Los bancos deben incrementar sus recursos.

[...]

El nuevo paquete de medidas es todavía más corrosivo para la credibilidad de España, y lo más probable es que no sea el último.

---

Paul Krugman, en *The International Herald Tribune* (y *The New York Times*) de 15/5: (*Europe's economic suicide*)

El sábado, *The New York Times* se refería a un fenómeno repetidamente aparecido en España. Se trataba del *suicide by economic crisis*, es decir, del suicidio consistente en que la gente se quitaba su propia vida desesperada a causa del desempleo y del fracaso empresarial. Era un episodio terrible.

Estoy seguro de que no fui el único lector de la narración, en especial entre los economistas, que se preguntarían si el relato no se refería a individuos sino a la aparente determinación de líderes europeos que cometen suicidio económico en el que la víctima es el continente en su totalidad.

Hace solo unos meses sentí alguna esperanza sobre Europa. El lector puede recordar que a finales del último otoño, Europa pareció encontrarse al borde de la ruina financiera, pero el Banco Central Europeo, el equivalente de la Reserva Federal, acudió al rescate del Continente. Ofreció a los bancos europeos líneas de crédito ilimitadas utilizando bonos de gobiernos europeos como colateral. Eso sostuvo directamente a los bancos, e indirectamente a los gobiernos, poniéndose fin al pánico.

La cuestión entonces fue si tal acción, valiente y eficaz, supondría el inicio de una concepción más amplia, y si los líderes europeos utilizarían el más ancho espacio disponible, creado por el banco, y reconsiderarían las políticas que habían dado lugar a serias dificultades.

Pero no fue así. En cambio, se insistió en las políticas erróneas y en sus ideas, igualmente equivocadas. Y así resulta que cada vez resulta más y más difícil pensar que algo hará que se cambie el curso de lo actuado.

Considérese el estado de la situación en España, que es ahora el epicentro de la crisis. No teman hablar de recesión, toda vez que España se halla en plena depresión con la cifra de paro en un 23,6 por ciento. Esto no puede seguir así, y la conciencia de que no puede continuar es lo que sitúa los costes de la deuda cada vez más altos.

En cierto modo, no importa cómo España llegó a esta situación pero, para lo que pueda valer, el caso español no se parece en nada a los relatos morales tan populares entre los europeos, especialmente en Alemania. España no era fiscalmente disoluta, y en vísperas de la crisis la deuda era reducida y el presupuesto se liquidaba con superávit.

Desgraciadamente, España tenía también una enorme burbuja inmobiliaria, una burbuja hecha posible en buena parte por enormes préstamos de bancos alemanes a sus homólogos españoles. Cuando la burbuja estalló, la economía española quedó al desnudo (*high and dry*). Los problemas fiscales son una consecuencia de su depresión, no su causa.

Sea como fuere, la receta procedente de Berlín y de Frankfurt es –puede suponerse– todavía más austeridad fiscal.

Esto es insano. Europa ha tenido varios años de experiencia con programas de severa austeridad, y los resultados son exactamente lo que los estudiantes de historia le dicen a uno que va a ocurrir: tales programas empujan a las economías deprimidas hacia lo más hondo. Los programas que incorporan austeridad conducen a las economías deprimidas a una depresión todavía mayor. Tales programas no han servido siquiera para reducir los costes de la deuda.

[...]

Así, pues, se hace difícil evitar una sensación de desesperación. Más que admitir que han estado equivocados, los líderes europeos parecen estar determinados de seguir la misma senda, es decir, a conducir la economía –y la sociedad– al abismo mortal. El mundo entero pagará el precio.

---

*Le Monde* de 15/5. (*Le Spiegel demande la sortie de la Grèce de l'euro*)

*Acropolis, Adieu!*, proclama esta semana en su portada la muy respetada revista alemana *Der Spiegel*, uniéndose al coro de las personalidades que estiman que la salida de Atenas de la zona euro es inevitable. «A pesar de nuestro escepticismo, habíamos defendido hasta ahora el mantenimiento de Grecia en la zona euro», explica el editorial del semanario. «Pero después de las elecciones legislativas (griegas) de principios de mayo, los observadores del *Spiegel* han cambiado de opinión».

---

Jonathan House y Christopher Bjork, en *The International Herald Tribune* de 15/5: (*Spain again attempts to clean up its banks*)

El gobierno español obligará a los bancos reales a poner de lado unos 30 m.m. de euros adicionales para cubrir pérdidas potenciales y acelerar la venta de activos con problemas, en la medida en que los inversores se muestran más y más preocupados por la circunstancia de que España necesitará un rescate para los bancos que contribuya a la mejora de su delicado sistema financiero.

Tal medida señala el cuarto intento de España en tres años de reformar una industria bancaria que se esfuerza tras el colapso de una crisis inmobiliaria. Dicha medida tiene lugar solo unos días después de que el gobierno rescatara el cuarto banco del país por su valor de mercado. Las preocupaciones por la situación de los bancos españoles explican los elevados costes de la deuda del país, que han alcanzado niveles altamente preocupantes.

Pero algunos analistas señalan que los problemas de los bancos son peores aún, y que seguirán empeorando en la medida en que los precios de las viviendas vayan bajando todavía más en un país con un paro del 25 por ciento y donde otros créditos empeoran también.

Christine Lagarde, directora general del Fondo Monetario Internacional, ha elogiado las últimas medidas adoptadas por España, diciendo que contribuirán al aumento de la confianza y mejorarán las condiciones para promover el crecimiento. Olli Rehn, comisario para asuntos monetarios de la Comisión Europea, añadió que las medidas adoptadas por España pueden resultar decisivas para la mejora del sector bancario.

Pero lo cierto es que los problemas de España con sus bancos son comparables con los que sufrió Irlanda, cuya crisis bancaria condujo al país a tener que aceptar un rescate internacional de 67,5 m.m. de euros. Más tarde, sin embargo, en 2009 y 2010, Irlanda se vio obligada a pedir más ayuda del Fondo Monetario Internacional y de la Unión Europea.

[...]

---

Ralph Atkins, en *Financial Times* de 16/5: (*Germany keeps Eurozone from grip of recession*)

Un inesperado rebrote de la economía alemana ha permitido que la eurozona —el conjunto de la eurozona— haya

evitado la recesión, cosa que no ha bastado para que ésta se haya manifestado en varios países miembros.

El PIB alemán creció un 0,5 por ciento en el primer trimestre del año en curso, más de lo que la mayoría de los economistas esperaban.

Como resultado, el crecimiento de la eurozona permaneció inalterado (flat), es decir, sin contracción, circunstancia que, dadas las circunstancias, ha sido celebrado como un éxito. Los países del sur de Europa fueron castigados por la recesión y Francia, con un crecimiento cero, ha podido ofrecer una buena imagen a su nuevo presidente.

Aunque la crisis de la deuda ha dado lugar a una evolución negativa de la economía de la zona, Alemania ha salido de los últimos dos años de aquella como uno de los países ricos con mejores notas. El desempleo ha registrado y registra, en ella, una de las cifras más bajas desde la reunificación en 1990, y la confianza empresarial se ha mantenido elevada.

[...]

---

Alice Ross, en *Financial Times* de 16/5: (*Euro slides on Athens woes*)

El euro cayó por debajo de 1,28 dólares por primera vez desde enero, después que las negociaciones para constituir un gobierno en Grecia fracasaran.

La moneda única, exactamente, registró 1,2752 \$, tras dichas informaciones, pero se recuperó cuando circularon noticias según las cuales la eurozona había eludido la recesión, gracias al crecimiento del 0,5 por ciento registrado por Alemania y al 0 por ciento obtenido por Francia.

[...]

---

*Le Monde* de 17/5. Editorial: (*Berlin, Paris, Athènes et l'avertissement de Zeus*)

Europa existe. En el dolor y la dificultad. Hubo un día en que un presidente francés, justo después de juramentado el cargo, se ocupaba prioritariamente de los asuntos locales, los del hexágono. Esto ha terminado. Apenas François Hollande, sería y sobriamente, hubo sido entronizado a la cabeza del

Estado, el martes, 5 de mayo, subió en un avión que le llevó a Berlín.

Lo hizo no solo para subrayar la importancia del tándem franco-alemán en Europa, sino también porqué era urgente. Grecia se hunde. El gran enfermo del grupo de los diecisiete miembros de la zona euro conoce un nuevo acceso de fiebre. El país no tiene gobierno, debe volver a las normas. No tiene apenas posibilidad de elección: ¿debe seguir en la unión monetaria?

La cuestión siembra el tormento en el conjunto de la zona euro, que no le hace ninguna falta. Los mercados bursátiles están a la baja. Los tipos de los préstamos españoles e italianos suben. Ese clima pesa sobre las perspectivas de crecimiento, ya anémicas. No puede sorprender que un rayo haya golpeado el avión del presidente Hollande: Zeus ha querido marcar a su manera la gravedad de la hora.

Uniendo el sano pragmatismo de una socialdemócrata coreziana y de una demócrata cristiana brandeburguesa, François Hollande y Angela Merkel han predicado la sabiduría. Estos quieren que Grecia permanezca en el euro. Eso es lo que han dicho. Están dispuestos a hacer un gesto para suavizar, no las condiciones, sino las modalidades de los préstamos que se le han de consentir una vez más para que el país se libre de la quiebra.

En definitiva, son los griegos los que deben elegir. Ellos y sólo ellos. No se ha desprendido ninguna mayoría del escrutinio legislativo del 6 de mayo. Los electores sancionaron los dos grandes partidos tradicionales, los que han aceptado las condiciones de los acreedores del país. Pero ningún partido consigue formar una coalición de gobierno. Se volverá a votar a últimos de junio.

Una ligera música se oye ya: y si Grecia saliera de la unión monetaria...? Unos hablan de una salida ordenada y otros de calcular sus beneficios (*chiffres*). Un divorcio podría tener un fuerte impacto desastroso.

Primero, para la zona euro. Además de posibles efectos de contagio, la salida de uno de sus miembros supondría una derrota terrible, una derrota para una unión monetaria incapaz de acudir en auxilio de uno de sus miembros, un miembro que solo representa apenas el 2 por ciento del PIB del conjunto. Grecia equivale al PIB de Hauts de Seine. El golpe que supondría para la imagen del euro sería muy duro.

Para los griegos sería una tragedia todavía peor que la que están viviendo. El caso es que tienen poco a esperar de la vuelta al dracma, moneda que, incluso devaluada en un

50 por ciento, no mejoraría sus cuentas exteriores por una razón simple: Grecia no tiene nada que exportar. El nivel de vida no bajaría del 10 al 20 por ciento como ahora, sino del 50 por ciento. El país tiene necesidad de inversiones, no de una devaluación competitiva. En fin, que el resultado sería del todo negativo, toda vez que una parte del camino ya se ha hecho. Esperemos que la advertencia de Zeus sea escuchada. Por unos y otros.

---

Philippe Ricard, en *Le Monde* de 18/5: (*L'Europe veut protéger l'Espagne du chaos grec*)

El caos político en Grecia y las retiradas de capital que el mismo provoca empiezan a asustar a las capitales europeas.

Dada la urgencia, las consultas entre dirigentes de la zona euro debían acelerarse con anterioridad a la cumbre del G8 en Camp David. Antes de emprender el vuelo hacia Estados Unidos, François Hollande, Angela Merkel y Mario Monti debían hablar por teléfono, el jueves 17 de mayo por la tarde, con David Cameron, quién no oculta ya su inquietud ante la posibilidad de que la zona euro estalle.

Después de la reunión del G8, Herman Van Rompuy, el presidente del Consejo Europeo, tiene previsto convocar otra cumbre, ésta de la zona euro, inmediatamente después del almuerzo informal del 23 de mayo con la participación de los jefes de Estado y de gobierno de los 27.

La invitación informal constituirá el primer contacto entre el presidente Hollande y sus homólogos para hablar del pacto presupuestario y de crecimiento.

«Los últimos acontecimientos en Grecia pueden dar lugar a una situación de veras arriesgada, que incluye un posible contagio para España». Así se ha expresado un alto responsable europeo.

España, según opinión generalizada, se encuentra en primera línea. La situación del país, que trata por todos los medios a su alcance de recapitalizar sus bancos, ha empeorado aún más los últimos días, hasta el punto de incitar a Mariano Rajoy, el jefe del gobierno, a dar el miércoles la señal de alarma. La diferencia de los tipos entre los títulos españoles a 10 años y las obligaciones alemanas ha alcanzado estos días un récord histórico, superando los 500 puntos básicos. «La prima de riesgo ha aumentado de manera alarmante, lo que significa que resulta muy difícil financiarse, y de hacerlo a un precio razonable», ha reconocido Rajoy.

Sin pedir abiertamente ayuda, Rajoy añadió que debían hacerse diversas cosas en España y otras tantas en Europa. En realidad el coste del refinanciamiento de España se acerca al 7 por ciento, que es el porcentaje que obligó a Grecia, Irlanda y Portugal a solicitar ayuda de la zona euro y del Fondo Monetario Internacional.

[...]

---

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 19/5: (*Les épargnants paniquent, les inverseurs n'ont plus confiance, Madrid est dans l'impasse*)

Es de nuevo un duro golpe para el sector financiero. La agencia de calificación Moody's, el jueves, 17 de mayo, bajó la clasificación de 16 bancos. Los tres mayores, Santander, BBVA y CaixaBank, pierden tres muescas (pasan de AA3, alta cualidad, a A3, cualidad media superior), mientras que los otros (Liberbank, Cajamar y Licolising) caen en la categoría de las obligaciones basura (*pourries*).

Moody's justifica tal medida por el rápido deterioro de la calidad de los activos. La agencia, además, advertía que «los créditos problemáticos y las pérdidas seguirán aumentando».

La noticia se ha producido cuando España se enfrenta con una grave crisis del sector financiero. El gobierno había anunciado, el 9 de mayo, la nacionalización parcial del cuarto banco español, Bankia, cuyos activos «tóxicos» se elevan a 31,8 m.m. de euros.

El gobierno ha adoptado, el 11 de mayo, una nueva reforma destinada a sanear los bancos, la segunda vez que lo hace en tres meses y la cuarta desde el origen de la crisis. Pero las dudas persisten sobre los bancos que cuentan con 184 m.m. de euros en activos «problemáticos», créditos a promotores heredados de la burbuja inmobiliaria.

El jueves, el periódico *El Mundo* reveló que los clientes de Bankia habían retirado cerca de mil millones de euros en diez días. El banco, que cuenta con 10 millones de clientes en España y cerca de 400.000 accionistas, ha desmentido la información. Sea como fuere, Bankia, que tendrá necesidad de por los menos 4,7 m.m. de euros para respetar las nuevas exigencias de provisiones impuestas por el gobierno, atraviesa por «momentos económicos extremadamente convulsivos», ha reconocido su nuevo presidente, José Ignacio Goirigolzarri. Pero los bancos no son los únicos que

plantean dudas sobre la solvencia de España. Las regiones autónomas, responsables de los dos tercios de la desviación del déficit público en 2011 (un 8,5 por ciento del PIB, en vez del 6 por ciento previsto) también han sido sancionadas por Moody's.

La agencia de notación, en efecto, ha bajado la nota de Extremadura y de Andalucía de A3 a Baa2, mientras que Cataluña y Murcia quedaban al nivel de las «obligaciones basura», a la altura de Valencia y de Castilla-La Mancha. Según Moody's, esto se debe «a la débil probabilidad de que los gobiernos regionales sean capaces de respetar el objetivo del déficit en 2012».

[...]

El gobierno, que ha aprobado en un tiempo récord una reforma del mercado de trabajo, dos reformas del sector financiero, una ley de estabilidad presupuestaria y recortes en salud y educación, confiesa que se encuentra en un callejón sin salida (*impasse*).

En fin, por otra parte, mientras que el coste de la deuda ha superado el nivel de «insostenible» del 6 por ciento, signo de falta de confianza de los inversores, España, angustiada, dirige sus miradas a Europa.

---

*The Economist* de 19/5. Editorial: (*The Greek run*)

La idea de una salida de Grecia del euro no es nada buena, pero ya es hora de prepararla.

*Grexit* es un horrible término para lo que puede ser pronto una realidad todavía más fea: la salida de Grecia de la eurozona. La economía más problemática de la Unión Europea podría estar dirigiéndose hacia el abandono de la moneda única dentro de pocas semanas. Si los bancos griegos sufren una huida masiva de depósitos por el temor de que serán pronto convertidos en nuevos dracmas, el destino de Grecia podría decidirse todavía antes.

Si las próximas elecciones del 17 de junio los objetores consiguen una mayoría como sugieren las encuestas, y si reniegan de los rescates, el mundo cortará el suministro de fondos. En tal caso no se explicaría que Grecia siguiera dentro de la unión monetaria.

Las elecciones griegas son, en efecto, un referéndum sobre la permanencia, o no, del país en la eurozona. Pero hay esperanza. Una nueva coalición que prometiera man-

tener los rescates conseguiría probablemente el apoyo del resto de Europa.

[...]

---

*Le Monde* de 19/5: (Le Monde de 19/5: (*Vent de panique et fuite des capitaux en Grèce et en Espagne*))

Lo peor para la zona euro podría estar en curso de tener lugar: el *bank run*, el pánico bancario, toca de lleno a Grecia y parece extenderse a España.

Los griegos, según parece, han retirado entre 2,5 y 3 m.m. de euros de sus cuentas bancarias desde las elecciones del 6 de mayo, con una punta de 800 millones de euros el lunes 14 de este mes. Desde 2009, son un promedio de 2,5 m.m. de euros los que han salido del país cada mes. Pragmáticos como son, los inversores se preparan, también ellos, a una salida de Grecia de la zona euro. Los grandes actores financieros de la City, como Barclays o HSBC, han adaptado ya sus sistemas informáticos a un regreso al dracma.

En España, la principal inquietud se refiere a la fragilidad del sistema bancario. La agencia norteamericana de notación financiera Moody's degradó, el jueves 17 de mayo, la nota de 16 bancos. Algunos establecimientos han sido clasificados en la categoría de obligaciones basura, o podridas (*pourries*). Es ya toda la península la que debe hacer frente al desafío de los inversores. Los tipos de la venta de la deuda soberana han sobrepasado el 6 por ciento. Un nivel insostenible para España.

---

Paul Krugman, en *The International Herald Tribune* (y *The New York Times*) de 19-20/5: (*Apocalypse fairly soon*)

Súbitamente, ha quedado claro que el euro, ese experimento grandioso (*grand*) y mal concebido (*flawed*) creado para una unión monetaria sin unión política, podría venirse abajo (*come apart*) con la mayor facilidad. No me refiero a un evento lejano. Las cosas podrían suceder en cuestión de meses, no de años. Y los costes —tanto económicos como, los que son más importantes, políticos— podrían ser enormes.

Esto no debería suceder. El euro (o, por lo menos, la mayor parte de él) podría ser salvado. Pero esto exigirá que los líderes europeos, en especial en Alemania, así como en el Banco Central Europeo, empiecen a actuar de forma muy

diferente de la manera que lo han hecho estos últimos años. Para empezar, deben dejar de moralizar y deben atenerse a la realidad. Necesitan cesar de temporizar y, por una vez, deben ir al grano (*get ahead of the curve*).

Me gustaría poder decir que he sido optimista. La historia, hasta ahora, es esta: cuando el euro nació, hubo una gran ola de optimismo en Europa, y resultó que esto fue la peor cosa que pudo ocurrir. El dinero entró en España y otros países, lo cual entonces fue visto como inversiones seguras. Este flujo de capital estuvo acompañado de enormes burbujas inmobiliarias y de grandes déficits comerciales. Entonces, con la crisis financiera de 2008, las aguas se secaron y causaron severas depresiones en las mismísimas naciones que habían estado florecientes con anterioridad.

En ese punto, la falta de unidad política de Europa le convirtió en un gran lastre. Florida y España, las dos, tuvieron burbujas inmobiliarias, pero la de Florida estalló, los retirados pudieron todavía contar con su seguridad social y con su seguro de enfermedad de Washington. España no recibió una ayuda comparable, de forma que la burbuja, tras estallar, se transformó en crisis fiscal.

La respuesta de Europa fue austeridad: recortes del gasto salvajes e intentos de tranquilizar a los mercados de bonos. Sin embargo, como cualquier economista sensible podía haber recomendado (y así lo hicimos nosotros, sí, sí) esos recortes profundizaron la depresión en las maltrechas economías europeas, que por una parte socavaron la confianza inversora y, por otra, condujeron a la inestabilidad política.

Y ahora llega la hora de la verdad. Grecia es, por el momento, el punto focal.

[...]

¿Estará España a la altura de las circunstancias? Esperémoslo, y no sólo porque la ruina del euro tendría efectos negativos en todo el mundo, sino porque los mayores costes de fracaso europeo serían probablemente políticos.

Piénsenlo de esta manera: el fracaso del euro equivaldría a una derrota del gran proyecto europeo, el intento de traer la paz, la prosperidad y la democracia en un continente con una historia terrible. También tendría el mismo efecto que el fracaso de la austeridad está teniendo en Grecia, desacreditando la corriente política y envalentonando a los extremistas.

Todos nosotros tenemos una gran participación en el éxito europeo, pero depende de los mismos europeos el que la empresa triunfe. El mundo entero espera ver que

los pobladores del viejo continente están a la altura de las circunstancias.

---

Peter Spiegel y Miles Johnson, en *Financial Times* de 19-20/5: (*Surge in bad loans as Madrid marks front line in battle to safeguard euro*)

El Banco de España hizo saber ayer que el importe de los créditos malos y de los tambaleantes (*teetering*) de los bancos españoles ascendió un tercio el año pasado, hasta alcanzar los 148 m.m. euros, por lo que el país se situó en el frente de la línea que ha de prevenir que la crisis política de Grecia acabe con la zona euro.

La batalla por la deuda tendrá lugar en España», declaró el ministro de finanzas español, Luis de Guindos en el *Financial Times*. «España es una gran economía con un gobierno ortodoxo que lleva a cabo unas políticas ortodoxas».

Los atrasos hipotecarios han aumentado en gran manera desde que la burbuja inmobiliaria estalló tres años atrás. Los créditos impagados supusieron el 8,4 por ciento, en marzo, de la cartera del sector crediticio, el mayor desde que el mercado inmobiliario empezó su caída.

La preocupación por los bancos españoles aumentó después de que Madrid se viera forzado a nacionalizar Bankia, el conglomerado creado hace 17 meses con la unión de varias cajas de ahorros que acabaron mal a causa de créditos malos.

Las acciones de Bankia descendieron casi un 30 por ciento el martes, ante el temor de graves retiradas de fondo (bank run), si bien se recuperó poco después. El gobierno ha pedido el asesoramiento de Goldman Sachs para el enderezamiento de Bankia, el cual supondrá la emisión de 12-15 m.m. en acciones.

[...]

---

Landon Thomas, en *The International Herald Tribune* de 21/5: (*Big worry for Europe: A double meltdown*)

En una estación de severas preocupaciones para Europa, la actual podría ser la más grave. Grecia sale de la unión monetaria y, al mismo tiempo, el sistema bancario de España colapsa.

Desde muchos puntos de vista, las desgracias son coincidentes para esas crisis: un caos político en Grecia, y la pésima salud de Bankia, uno de los mayores bancos para consumidores de España.

Los recursos disponibles para el principal fondo de rescate, de 780 m.m. de euros, o 997 m.m. de dólares, no serían suficientes para hacer frente a las dos calamidades de una salida de Grecia del euro y de una implosión de bancos en España.

Y a pesar de las declaraciones recientes de Alemania y de otros líderes del Grupo de los 8 reunidos en Estados Unidos, el último fin de semana, para activar el crecimiento económico en la zona euro, el público contribuyente de Europa puede tener un deseo muy insignificante de seguir financiando los desastres de la deuda de otros países.

«Cuando te encuentras ante Grecia y España, al mismo tiempo, el problema se convierte en exponencial y muy, muy peligroso», ha dicho Stephen Jen, un economista del Fondo Monetario Internacional que dirige un *hedge fund* en Londres. Hasta ahora, la política ha sido ganar tiempo y crear un para fuegos, pero esto sólo hace que el coste sea mayor. No habiendo ninguna solución definitiva.

Los números son de verdad terroríficos. Stephen Deo, economista de UBS, estima que el coste de la salida para los contribuyentes europeos sería de 225 mil millones de euros, en la seguridad de que Grecia suspenderá pagos por la suma que actualmente debe a las instituciones públicas de Europa.

«Pero —dice aquel— el verdadero temor es que mientras esto suceda, el colapso, a ritmo lento, de los bancos españoles debido a créditos inmobiliarios tóxicos podría convertirse súbitamente en larguísimas colas a las puertas de los bancos formadas por depositantes que vayan a retirar sus cuentas».

---

Peter Spiegel y Patrick Jenkins, en *Financial Times* de 21/5: (*EU summit to raise pressure on Merkel*)

Los líderes europeos están elaborando una serie de propuestas destinadas a ser discutidas en una cumbre prevista para esta semana y destinadas a combatir la presente y ya larga crisis que castiga, y de qué manera, a la zona euro. Los borradores de las propuestas no han recibido hasta ahora el conforme de la cancillera, y se trata precisamente de presionar sobre Merkel para que suavice su posición al respecto.

Las propuestas, en el caso de convertirse en resoluciones, autorizarían a la eurozona a utilizar los 500 m.m. de euros de los fondos de rescate para recapitalizar a los bancos europeos con problemas, así como para la adquisición ilimitada de bonos emitidos por Italia y España, objetivos que fueron cubiertos con anterioridad pero que en este caso no han sido aceptados por Merkel.

Las discusiones al respecto han sido declaradas urgentes a la vista de los sectores del sistema bancario que se han sentido amenazados de severas pérdidas (*bank runs*).

[...]

---

*Le Monde* de 23/5. Editorial: (*L'euro ou la drachme? Aux Grecs de choisir*)

«Debe hacerse todo lo posible para conservar Grecia en el euro». Después del G8, de la Comisión de Bruselas y del Eurogrupo, Pierre Moscovici y Wolfgang Schäuble, ministros francés y alemán de finanzas, respectivamente, han reafirmado el lunes, 21 de mayo, con ocasión de su primer encuentro, su voluntad de «hacer todo lo que haga falta» para evitar lo peor. Lo peor sería una salida precipitada de Grecia de la unión monetaria. La hipótesis, adelantada con regodeo por la prensa anglosajona —cuya «simpatía» por el euro es de sobra conocida— recorre los corredores de las instituciones europeas y los consejos de las grandes empresas. Así, pues, ¿hace falta verdaderamente «hacerlo todo» para evitar el *Grexit*, según la fórmula (*Greece exit*) de los financieros? Desde hace más de dos años, mucho es lo que se ha hecho ya por parte de Europa. La unión monetaria funciona mal, es verdad. La ausencia de un verdadero federalismo se hace notar. Sin embargo, un enorme esfuerzo de solidaridad se ha hecho a favor de ese pequeño país. Doce cumbres de crisis, dos mega planes de salvamento, dispositivos de sostenimiento excepcionales, una deuda en parte liquidada. Total, cada griego (son 11 millones), el funcionario de Atenas y el mayor armador del Pireo, han tocado ya, desde enero de 2010, el equivalente de 31.000 euros, de parte —de una u otra forma— de los contribuyentes europeos. El miércoles, 23 de mayo, con ocasión de la cumbre de los jefes de Estado europeos reunidos en Bruselas, el debate sobre la manera de unir rigor y crecimiento será abordado una vez más.

Una salida de Grecia coartaría las perspectivas de recuperación. Tal salida haría pesar una amenaza de desintegración sobre la zona euro. Sobre todo, sería desastrosa para la propia Grecia: depreciación de la moneda, mayor peso de la deuda,

incremento de la inflación. En pocas palabras, un empobrecimiento acelerado.

[...]

No es admisible, en fin, que un pequeño país, por su rechazo de las reglas del juego, pueda seguir poniendo en peligro el conjunto del continente. Esperemos que el pueblo griego, ante las urnas, haga la mejor elección posible. De lo contrario, Europa deberá sufrir las consecuencias, cosa que sería lamentable.

---

*Financial Times* de 23/5. Editorial: (*Reviving Beijing's economic miracle*)

Cualquiera que sea el lugar donde se mire, abril fue sin duda el mes más cruel para la economía China. La producción industrial, la inversión y el gasto de los consumidores fueron, todos, menores de lo esperado. Con los datos del comercio exterior también desacelerando, no puede sorprender que el primer ministro chino, Wen Ji Bao, haya prometido que su gobierno se ocupará de la reactivación del crecimiento.

Los optimistas dicen que no hay una razón obvia para preocuparse por la economía china. Según las estadísticas oficiales, en el primer trimestre de 2012, la economía creció un 8,1 por ciento. Si bien se trata de una cifra por debajo de la de 2011, tal cifra es la envidia de casi todos los otros países del mundo entero.

El problema es que los analistas encuentran cada vez más difícil tomar las cifras oficiales del crecimiento seriamente. China tiene una historia de cifras manipuladas por razones políticas, de modo que, cuando la economía se ralentiza, la tentación de ocultar la verdad crece más y más. La ofuscación de los datos no es nunca un buen sistema para ganar confianza en la economía, cualquiera que sea la tasa de crecimiento.

Lo que Beijing debería hacer en cambio es encontrar la manera de vigorizar su economía. Hasta cierto punto, eso es lo que ya está haciendo. Durante la pasada quincena ha reducido el importe del dinero que los bancos deben tener en forma de reservas.

Es poco probable que esta forma de activar produzca un fuerte impacto. Aunque el gobierno ha dicho que se esforzará más, no existen razones para pensar que Beijing se embarcará con un estímulo monetario comparable con el que puso en marcha en 2008.

Para estimular el crecimiento de una manera sostenible, el gobierno deberá estimular el gasto de los consumidores —reduciendo impuestos o incrementando el volumen de su red de ayuda.

Otra posibilidad sería la reforma del sistema bancario, de forma que el crédito alcanzara a las pequeñas y medianas empresas.

La ralentización de este año debería constituir una advertencia para posibles retrocesos futuros o una plataforma para mayores éxitos. Corresponderá a Wen y a su sucesor decidir lo que proceda.

---

Landon Thomas Jr. y Raphael Minder, en *The International Herald Tribune* de 25/5: (*Fearing the worst, Europe scrambles*)

No se han producido aún colas retirando dinero de los bancos y huidas de capitales, pero el dinero empieza a ser sacado de España.

En efecto, se conocen ya casos de personas que han llevado fuera de España sumas más o menos importantes de dinero.

De momento, esto no parece tener relevancia y, en cierta y escasa medida, esto ha ocurrido en todas las épocas. A veces, el dinero es sacado de una entidad para depositarlo en otra del mismo país que se juzga más segura.

La cosa es más devastadora para una economía cuando por razones de seguridad el fenómeno de las salidas de dinero a otros países tiene lugar en una apreciable escala.

En realidad, la versión menos perjudicial ocurre, como se ha señalado, cuando el dinero se mueve entre entidades del mismo país. Éste fue el caso en el Reino Unido en 2007, cuando muchos depositantes del banco regional Northon Rock llevaron sus fondos de éste al HSBC, un gigante internacional del sector. Esto es lo que ocurre ahora, según parece, en España, cuando el dinero depositado en un banco menor, o en alguna caja con problemas, pasa a ser depositado en entidades, en principio, más seguras.

Tales movimientos de fondos, como ya se ha dicho, son más devastadores cuando abandonan un país masivamente, como ocurrió en Argentina en 2002, o como está ahora ocurriendo, al parecer, en Grecia, con el agravante o la dificultad de que, según las normas de la zona euro, sería ilegal imponer controles de capital. Sea como fuere, en el caso de Grecia, después de más de dos años de crisis financiera, casi

una tercera parte de los depósitos bancarios han abandonado ya el país.

En cualquier caso, toda información sobre esta materia debe ser puesta en entredicho, dado lo delicado del tema.

---

Simon Nixon, en *The World Street Journal* de 25-27/5: (*It Is Much Euro Ado About Nothing*)

Una reunión de los líderes de la eurozona que estaba destinada a decidir un sinfín de cosas, en realidad no decidió nada. Así, pues, ¿qué? La ausencia de conclusiones concretas en la cena del miércoles significa poco sobre cómo la crisis de la eurozona puede acabar. Esto será determinado por las elecciones griegas del 17 de junio y en la cumbre del 30 de junio.

Poco es lo que las autoridades de la zona euro pueden hacer antes de dichas elecciones. La situación, por otra parte, de Grecia en el caso de una victoria del extremista Alexis Tsipras es difícil de prever. Salvo en el caso de que se produjera una catastrófica huida de capitales podría todavía haber diversos actos del mismo drama. Todos los actores tienen grandes incentivos para evitar la salida de Grecia de la unión monetaria.

El auténtico premio que puede obtenerse en la reunión del 30 de junio son unos pasos hacia una unión bancaria, incluyendo un fondo de rescate bancario pan-europeo respaldado por un resolutivo régimen pan-europeo. Esto podría constituir una solución para la fuente clave de tensión en la euro crisis rompiendo el eslabón entre solvencia de los gobiernos y solvencia bancaria.

[...]

---

Jon Hilsenrath y otros, en *The World Street Journal* de 25-27/5: (*Signals Point to Slowdown Around Globe*)

Nuevas señales de una crisis global ensombrecen el futuro de la economía.

El jueves, cifras del crecimiento empresarial en Europa bajaron, e informes de los directores de compras de industrias de todo el mundo iniciaron un descenso. Entre los países afectados estaba China, la segunda economía mundial, que registró la séptima caída consecutiva de un importante índice de actividad manufacturera. Estados Unidos, por su parte, dio cuenta de que los negocios perdían vigor por lo

que se refiere a ordenadores, aviones, productos de la metalurgia y otros bienes duraderos.

Con los últimos informes, una nueva preocupación emerge entre los economistas y las autoridades políticas: la actividad económica está ralentizándose *in sync* alrededor del globo y no sólo en unos pocos mercados que tienen que hacer frente a sus propios problemas. Europa —preocupada por el riesgo de una salida de Grecia del área del euro, y por serios problemas fiscales— es el epicentro de problemas económicos de ámbito global. Pero informes de conflictos económicos en India, Sud África, Brasil y otros países, ensombrecen todavía más el planeta.

Cuando la economía mundial funciona bien, el crecimiento sincronizado se refuerza y expande prosperidad por todas partes. Pero las crisis pueden también estar interconectadas y auto reforzadas. El caso es que la economía global ha estado afectada por plagas de una u otra naturaleza desde la crisis financiera de 2008.

[...]

---

Martin Wolf, *chief economics commentator* de *Financial Times*.

El traductor encargado de llenar estas páginas de Cuadernos de economía, desgraciadamente, no dispone de espacio para ofreció aquí la página entera de *Financial Times* de 26-27 de mayo que recoge un delicioso encuentro entre el mismo Wolf y Paul Krugman. He ahí, sin embargo, una breve muestra de dicha página de *Financial Times*.

«Entro en el restaurante Landmarc en Times Warner Center, en Columbus Circle, Nueva York, donde he quedado para comer con Paul Krugman, el Premio Nobel en economía 2008, profesor de economía en Princeton y de asuntos internacionales, y columnista progresista<sup>1</sup> del New York Times. No sé nada de este restaurante, que mi anfitrión ha elegido por su conveniencia para una entrevista televisiva que acaba de realizar. El restaurante es impersonal y —siendo ya un poco tarde, las dos— empieza a vaciarse».

Krugman, 59, el más odiado (*hated*) y el más admirado columnista de Estados Unidos, está sentado, profesoral, en medio del local, en una mesa pequeña, y trabaja con su ordenador portátil. Es jueves y está escribiendo su columna.

<sup>1</sup> *Liberal* en el original. (Nota del traductor)

- «¿De qué se trata?, le pregunto.
- «Va a ser sobre Europa», me contesta.

Krugman escribe dos columnas por semana, regularmente, para la prensa.

— «¿O sea que va a decir: esto se ha acabado, refiriéndose a la eurozona?», pregunto.

— «No. Lo cierto es que no creo que se consiga salvar a Grecia, pero todavía se puede salvar el resto, si se consigue persuadir a los alemanes que cambien su filosofía de la vida económica», respondió Krugman.

[...]

Los cafés han terminado. Salimos fuera del restaurante vacío. Krugman ha de volver a Princeton y a su columna. Yo he de volver a las oficinas del *Financial Times* en Nueva York. La crisis sigue. Él es el experto (pundit) que los conservadores detestan y que los progresistas (liberales) adoran.

En Estados Unidos, un Premio Nobel puede incluso llegar a ser el columnista más controvertido del país.

---

Claire Garinois y Clément Lacombe, en *Le Monde* de 28/5: (*Leuro baisse: bonne ou mauvaise nouvelle?*)

Los jefes de empresa, echando pestes, regularmente, contra un euro juzgado demasiado fuerte, recibirán una bocanada de aire. El viernes, 25 de mayo, la moneda única pasó brevemente bajo el listón de 1,25 dólares, cosa que no ocurría desde el 30 de junio de 2010, antes de remontar ligeramente a 1,2517. «Ese retroceso es sin duda una buena noticia», ha dicho Frederik Ducrozet, economista de *Crédit Agricole*. Un respiro, toda vez que tal baja actúa como una «devaluación competitiva» involuntaria. Una arma ideal para reforzar la competitividad de las empresas del Viejo Continente. Mecánicamente, la baja de la moneda única tendrá un efecto dopante sobre las exportaciones, reduciendo sus precios frente a los de sus competidores comerciales de los diecisiete de fuera de la zona euro. «Una baja del 10 por ciento del euro puede generar hasta 1 punto de crecimiento suplementario», dice Ducrozet, añadiendo: «Tal baja no resolverá la crisis, pero proporcionará aire a los Estados».

«Ni siquiera los ayatollahs de una moneda fuerte pueden negar ese aspecto positivo; y esto tanto más cuanto que va

acompañado de una baja simultánea del precio del petróleo», subraya Sylvain Broyer, economista de Natixis.

He ahí cómo se reduce la factura energética. Después de principios de mes, el barril de Brent ha pasado de 118 a 108 dólares. Así, el efecto perverso de la baja del euro —es decir, el encarecimiento automático del precio del oro negro expresado en dólares— es menor.

«Los movimientos recientes sobre el euro y el petróleo se traducen por un efecto globalmente benéfico para la zona euro», calcula el citado Broyer, «incluso si esta ganancia sigue siendo de momento despreciable: 0,05 puntos del poder de compra de las familias europeas.

[...]

---

Paul Geitner, en *The International Herald Tribune* de 29/5: (*Euro seems better than alternative, poll finds*)

Más de dos años de crisis del euro que ha derribado gobiernos y que ha sembrado penalidades no han conducido a una pérdida de fidelidad por la moneda común. Los europeos, incluidos los griegos, en una encuesta, han manifestado que a pesar de que la unión no ha significado importantes ventajas, no se inclinan a favor de volver a las antiguas monedas nacionales.

Grecia, el país con mayores riesgos de salir del euro, tipifica la contradicción. El soporte del euro entre los griegos es manifiesto en vísperas de la próximas elecciones. Todos los países consultados en la encuesta se manifestaron a favor de la permanencia en el euro, en unos porcentajes que oscilaron entre el 52 por ciento de Italia y el 71 por ciento de Grecia (y el 66 por ciento de España, entre otros países).

[...]

---

Raphael Minder, en *The International Herald Tribune* de 29/5: (*Problems mount for Madrid amid bank trouble*)

Los costes del endeudamiento de España se acercaron a una cifra récord el lunes, en la medida en que los inversores incrementaron sus inquietudes a propósito de cómo el gobierno español encontraría dinero adicional para rescatar a Bankia, el mayor prestamista hipotecario, y otros bancos con problemas.

Acciones bursátiles de Bankia bajaron casi un treinta por ciento el lunes temprano, sólo para recuperar algunas pérdidas, cerrando con pérdidas del 13,4 por ciento.

Las acciones bajaron acusadamente en España, lo que contribuyó a que cayeran en todas partes en Europa, a pesar del optimismo en algunas bolsas el fin de semana, ante la esperanza de que las elecciones griegas permitieran la constitución de un gobierno en Grecia. Si esto ocurriera, perdería fuerza la idea de una posible salida de Grecia de la zona euro.

El gran temor financiero para España es que un colapso de su industria bancaria, con un billón en depósitos, pudiera requerir un rescate que Europa no se puede permitir. Pero el primer ministro Rajoy se esforzó en contrarrestar esas preocupaciones asegurando el lunes que no habrá rescate bancario en España.

[...]

---

*Le Monde* de 30/5. Editorial: (*L'Espagne, entre courage et entêtement*)

Arrogante y suspicaz, Mariano Rajoy sigue repitiendo que España no solicitará ninguna ayuda exterior. España no tiene necesidad de mecanismos de salvaguarda de la eurozona. España superará sus dificultades sola, España no mendiga nada. En pocas palabras la situación de España no se asemeja ni a la de Portugal ni a la de Irlanda, ni todavía menos, a la de Grecia.

La admirable seguridad del jefe del gobierno conservador acompaña bien su gesto donquijotesco. «No habrá ninguna salvaguarda europea para el sector bancario español, afirmaba todavía Rajoy el lunes 28 de mayo, al término de una jornada de tormenta en los mercados ibéricos. Eso le va bien al elegante Mariano Rajoy: la situación de los bancos españoles alimenta una desconfianza creciente.

He ahí la cuestión que se plantean los observadores de la situación de España: España ¿hace bien, tiene razón de no querer contar más que con sus propias fuerzas? Su valiente ambición de enderezar sola su sector bancario —misión más que difícil— ¿no debilita el conjunto de la zona euro?

Los precedentes no juegan a favor de Rajoy. Tanto en Dublín como en Lisboa se utilizó el mismo discurso: no se necesita ayuda. Y más tarde, cuando esos gobiernos no al-

canzaron a financiar sus deudas, hubo necesidad de resolverse a solicitar una ayuda exterior. En general demasiado tarde, cuando el estado general del enfermo había empeorado considerablemente. En economía, el arte del momento oportuno lo es todo, o casi todo.

El sector bancario español está limitado por su crédito maltrecho en un paisaje inmobiliario devastado. El Estado acudirá en auxilio de Bankia, el cuarto banco del país, inyectándole hasta 19 m.m. de euros. ¿Dónde se encuentran?

Madrid adquiere deuda, sí, pero a unos costes más y más elevados. La desconfianza de los inversores era tal, el lunes, que España debía prometer rendimientos del 6,5 por ciento para colocar deuda pública a 10 años. El conjunto de los compromisos del gobierno no cesa de incrementar el peso de la deuda general del Estado, la cual, además de los bancos, debe acudir también en auxilio de algunas regiones.

Se comprenden las reticencias de Mariano Rajoy. Incluso al 6,5 por ciento, España tiene todavía acceso al mercado. España está procediendo a impresionantes reformas estructurales. El país lleva a cabo un programa de austeridad presupuestaria drástica, y esto sin queja de ningún tipo, como es el caso de otros.

En estas circunstancias, pasar bajo las horcas caudinas del Fondo Monetario Internacional o de Bruselas puede ser concebido como humillante. El instrumento de salvaguarda del que se ha dotado la zona euro —el Mecanismo Europeo de Estabilidad— está sin duda mal adaptado a la situación española. Pero, en cualquier caso, ahí está para evitar los dramas. En el interés del euro, Rajoy debería tal vez coger su teléfono y llamar a Bruselas.

---

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 30/5: (*L'Etat devra émettre des «hispanobonos» pour aider les régions espagnoles à honorer leurs dettes*)

El gobierno español prepara (*peaufine*) un nuevo sistema de emisión de obligaciones destinado a permitir a las regiones autónomas financiarse en los mercados. Los «hispanobonos», como han sido denominados esos bonos del Tesoro regionales, estarán listos dentro de una o dos semanas. Han dicho a *Le Monde* fuentes del ministerio de economía.

El jefe del gobierno, Mariano Rajoy, reconoció el lunes 28 de mayo que habrá un precedente. «No vamos a dejar que quiebre ninguna comunidad autónoma porque esto no es posible, de la misma forma que es imposible que se hundan

los establecimientos financieros, porque de lo contrario, es el país el que se hunde...».

El mecanismo no está aún precisado. Podría tratarse de una simple garantía del Estado o de un instrumento que emita deuda en nombre de España para repartir seguidamente las liquideces entre las regiones.

«Por lo que se refiere al mecanismo, nos es igual, pero debe proporcionarnos la tesorería suficiente para pagar y pagar a tiempo, porque tenemos facturas a honorar. Y que sea a un coste homogéneo, si no es a la media europea, al menos a la media española», ha declarado el presidente de Cataluña, Artur Mas.

Barcelona debe refinar 13 m.m. de euros de deudas que vencen en 2012. El caso es que la región, clasificada por la agencia de notación Moody's en la categoría de «obligaciones basura», ha agotado todos sus recursos.

Dos veces al año, la región emite «bonos patrióticos». Se trata de emisiones de obligaciones abiertas a los particulares y remuneradas entre el 4,5 y el 5 por ciento, a uno o dos años respectivamente, pero que movilizan el 25 por ciento de las economías de los catalanes, y que han alcanzado ya, pues, su límite, según fuentes oficiales. La región tiene igualmente acceso a las líneas de crédito del Instituto Oficial de Crédito (ICO) que ha desbloqueado el gobierno pero que se trata de operaciones limitadas, insuficientes frente a la amplitud de las necesidades.

[...]

---

Martin Wolf, en *Le Monde* de 30/5: (*L'Europe doit agir vite pour renouer avec la croissance*)

Comprendo a los alemanes. No se trata de que esté de acuerdo con su punto de vista por lo que se refiere a las causas de la crisis o a las soluciones que se le deben aplicar. Las comprendo porque la élite alemana ha sido la única que comprendió lo que implicaba la creación del euro. Dicha élite comprendió, en efecto, que una unión monetaria no podría funcionar sin una unión política. La élite francesa, por su parte, quería ante todo poner fin a su dependencia humillante de la política monetaria del Bundesbank. Hoy, dos decenios más tarde, los consocios de Alemania, Francia entre ellos, han aprendido una lección dolorosa. Lejos de haber sido liberados de la preeminencia alemana, los franceses están sujetos a esta más que nunca. En una grave crisis, son los acreedores los que dirigen el juego.

Imaginemos cuanto mejor le habría ido a Europa si el mecanismo de los tipos de cambio hubiera sido conservado, con amplios márgenes de fluctuación. Los tipos de interés en los países castigados por la crisis habrían sido sin duda más elevados, pero las burbujas (*bulles*) de los precios de los activos y los déficits de las cuentas corrientes habrían sido menos. Cuando el retorno de los flujos financieros se produjo, habían producido crisis de las monedas, sin duda. El dracma griego, la libra irlandesa, el escudo portugués, la peseta española, la lira italiana, y tal vez el mismo franco francés se habrían devaluado frente al marco alemán. El nivel de los precios en esos países habría registrado una subida temporal. Pero la responsabilidad de la recaídas negativas habría sido atribuida esencialmente a causas nacionales. En periodo de crisis, el euro no refuerza la confianza mutua, sino que al contrario la debilita.

Si los acreedores tienen la última palabra es porque pueden endeudarse a costes bajos. Habiendo abandonado los prestamistas los créditos debilitados, los tipos de interés sobre los (*bund*) alemanes han caído a 1,3%, frente a 5,8% para las obligaciones italianas y 6,2% para las españolas. Con productos interiores brutos (PIB) nominales átonos, los países que presenten tipos de interés elevados corren el riesgo de encontrarse presos de la deuda, y necesitan que se les ayude a controlar el coste de sus empréstitos; y esta ayuda, sólo los acreedores pueden proporcionársela.

[...]

---

David Román y Ch. Bjork, en *The World Street Journal* de 30/5: (*New Strains Hit Spain's Economy*)

La economía española mostró nuevas dificultades el martes cuando los datos sobre las ventas al consumidor acusaron un descenso récord en abril, en la medida en que la austeridad que vive el país limita el consumo.

El Banco Central de España confirmó la tendencia y dijo que la cuarta economía de la eurozona puede contraerse de nuevo en el segundo trimestre.

Datos del Instituto Nacional de Estadística mostraron ajustes estacionales según los cuales las ventas al detall bajaron un 9,8 por ciento en las semanas transcurridas desde principios de año, cifra que se compara con el 3,8 por ciento del mismo período de 2011.

Un descenso de tal magnitud ha sido el más acusado desde que el Instituto Nacional de Estadística empezó a recoger datos en enero de 2004. Por otra parte, esas cifras de

abril supusieron el 22 mes seguido de caída, cosa inusual en economías industriales.

El gasto de las familias, el cual, normalmente, tiende a variar solo moderadamente de mes a mes, cae cuando la tasa de desempleo se acerca al 25 por ciento.

[...]

---

Charles Forelle y Matt Phillips, en *The World Street Journal* de 31/5: (*Fears About Spain's Banks Roil Markets*)

Los temores de que España no está en condiciones de salvar sus bancos en dificultades provocaron seria inquietud entre los inversores de bonos españoles, precipitando muchas ventas en las bolsas de valores y en los mercados de cambios, en los que el euro sufrió severas incidencias, dejándolo en el más precario estado en muchos meses.

La preocupación por la situación de España —la posibilidad de que la cuarta economía de la zona euro pueda sucumbir en una crisis bancaria— ha intensificado la sensación de que los rectores de la política europea, desde los líderes políticos hasta los altos dirigentes del Banco Central, carecen de capacidad para hacer frente a la situación.

El euro se deslizó hasta ponerse por debajo de 1,24 frente al dólar. El «*bund*» alemán subió más y más, y los *treasurys* de Estados Unidos se situaron en el nivel más alto que se recuerda.

[...]

---

*Financial Times* de 31/5. Editorial: (*Spanish lessons*)

Casi cuatro años después de que empezara la crisis bancaria, los gestores de la política económica aún no saben cómo recapitalizar un banco que se hunde. El rescate de Bankia es un fiasco. Lo que debería haber sido una inyección de capital de 19 m.m. de euros se ha convertido en un tira y afloja (*tug of war*) para Madrid, Bruselas y Frankfurt. El episodio también ha mandado los costes de la deuda por las nubes. España es ahora una prueba de cómo la zona euro resuelve su crisis bancaria.

Mirando a través de una lente bancaria, existen alarmantes paralelismos entre España e Irlanda. Ambos países experimentaron una enorme burbuja de precios de las viviendas antes de la crisis financiera global en 2008. Ciertamente, la burbuja fue menor en España: los precios de la propiedad español-

les aumentaron alrededor de tres veces entre mediados de 1990 y el máximo, comparado con 4,5 veces en Irlanda, según Barclays. Esto indica que la caída desde el máximo será menos severa (el precio de las viviendas en Dublín ha bajado por lo menos un 56 por ciento desde 2007).

Esto debería hacer el problema actual de España más manejable.

En primer término, este está limitado (por ahora al menos), a la segunda clase (tier) de los bancos españoles, presididos por Bankia. Bancos con grandes operaciones internacionales como el Santander y el BBVA están mucho menos afectados. Y no solo esto sino que España dispone de una política de recapitalización centrada en el FROB, el Fondo de Rescate Bancario del Estado. Con sólo 5 m.m. de euros que le quedan, sin embargo, eso es insuficiente para cubrir las pérdidas de Bankia. El gobierno tiene buen cuidado en mantener la inyección de 19 m.m. de euros fuera de los libros del Estado.

[...]

---

Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 1/6: (*ECB chief critical of eurozone's leadership*)

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, advirtió ayer jueves que la estructura de la moneda común ha llegado a ser «insostenible» y criticó a los líderes políticos que –dijo Draghi– fueron lentos al responder a una crisis regional de la deuda ahora en su tercer año.

En un tono desesperado, la lamentación del presidente del BCE dirigida a los legisladores europeos no fue del mismo nivel que la genuflexión ante los líderes del Congreso, en 2008, del secretario de Tesoro de entonces, Henry M. Paulson Jr., pidiéndoles a los congresistas que aprobaran un enorme rescate bancario.

Pero el aire de frustración y de urgencia en la voz de Draghi dejó claro que era consciente de los problemas de la zona euro, que ahora –dijo también Draghi– solo los políticos de la zona pueden resolver.

Esta vez, Europa puede haber alcanzado un momento en que la supervivencia de la zona euro depende de una respuesta poderosa y convincente.

Grecia, progenitora del desastre del euro, se encuentra ahora de nuevo en medio de una tormenta política, y esta vez corre el peligro de tener que dejar definitivamente el euro. España, con una de las principales economías de la

zona, se halla prisionera de una crisis bancaria, y existe la creciente sensación de que el peligro para los bancos españoles es de un orden de magnitud diferente del sufrido por la pequeña Grecia.

La señal más clara de peligro puede que sea el mismísimo euro, que se encuentra con el cambio, frente al dólar, más bajo de los últimos dos años, cosa que puede explicar en parte la sensible salida de capitales de la zona que se está produciendo en el presente.

---

Richard Milne y otros, en *Financial Times* de 2-3/6: (*Fears of global slowdown intensify*)

Un informe desolador de Estados Unidos sobre el paro y débiles cifras de Brasil, China y el Reino Unido exacerbaron los temores de una crisis global en la medida en que los mercados terminaron una floja semana con unos costes de compra de deuda históricamente bajos.

El informe de Estados Unidos sobre el paro correspondiente al mes de mayo registró 69.000 nuevos empleos, frente a expectativas de 150.000, y culminó la serie de malas noticias para Estados Unidos, Reino Unido y Alemania con una cifras sobre rendimientos de bonos sin precedentes.

Los costes de la deuda de Alemania cayeron por debajo de los de Japón por primera vez, mientras que Dinamarca se convirtió en el primer país de la CE en el que los rendimientos de los títulos a 10 años se situaron por debajo del 1 por ciento. No se observan buenas noticias por ninguna parte, se lamentaba un analista.

La lamentable cifra de empleo de Norteamérica encabezó la del crecimiento económico de Brasil en el primer trimestre: 0,2 por ciento, la cual fue seguida por las de China y el Reino Unido, así como por la del paro en la zona euro (11 por ciento).

Los rendimientos de los bonos a 10 años bajaron para Estados Unidos (1,45), el Reino Unido (1,44) y Alemania (1,13).

[...]

---

Victor Mallet y Peter Spiegel en *Financial Times* de 2-3/6: (*Defiant Spain angers troika by striving to avoid formal rescue*)

Una España desafiante ha dicho que acudirá a los mercados de bonos para obtener fondos la semana próxima, aunque los elevados costes de su deuda han fortalecido las predicciones de los analistas según las cuales el país no puede evitar un rescate internacional semejante a los de Grecia, Irlanda y Portugal.

Si España se convierte en el cuarto país de la zona euro necesitado de un rescate, causará temblores a lo largo de la economía mundial, y puede significar un desastre para el gobierno de cinco meses de duración de Mariano Rajoy, el primer ministro. Rajoy ha insistido desde hace tiempo que España ha emprendido reformas vitales, económicas y financieras, y que no necesita rescates. Pero las reuniones de sus ministros, esta semana, con los gobiernos de Estados Unidos y de Alemania y con el Fondo Monetario Internacional han dado solidez a la idea de que España acepta ahora la idea de que acepta un rescate, por lo menos para sus bancos con problemas.

La posibilidad de un caro rescate para España ha deprimido el euro y los mercados de acciones esta semana. Los inversores, en especial, se alarmaron por la confusión creada alrededor de Bankia, una agrupación de siete cajas de ahorros que necesita 19 m. m. de nuevo capital. El rendimiento de los bonos españoles a 10 años se situó por encima del 6,5 por ciento, ayer, cifra peligrosamente próxima al 7 por ciento que podría propagar amplios temores sobre la aptitud de España para endeudarse. Sea como fuere, el Tesoro español ha hecho saber que pondría a la venta el próximo jueves bonos a 10 años y de otros vencimientos.

«Un rescate es inevitable», dijo Lorenzo Bernardo de Quirós, un consultor y analista económico con despacho en Madrid. La economía española sin ayuda extranjera no puede hacer frente a sus deudas. «La cuestión reside en saber si la ayuda supondrá la intervención y la imposición de la troika».

[...]

---

Telis Demos, en *Financial Times* de 5/6: (*Euro higher against dollar*)

El euro reaccionó al alza desde casi un mínimo de dos años el fin de semana, a favor de las esperanzas en el sentido de que las autoridades de la eurozona acentuaran sus esfuerzos para disipar los temores que rodean la crisis.

El euro, en efecto, subió un 0,5 por ciento frente al dólar, y se mantuvo en el cambio de 1,2491 dólares, habiendo incluso cotizado a 1,25 dólares antes del cierre del mercado.

[...]

*Financial Times* de 6/6. Editorial: (*Banking union and the euro's future*)

En los últimos dos años y medio, los europeos han vivido con una larga crisis de zona de la moneda única. Durante ese tiempo, ha habido fogonazos que han amenazado en provocar grandes incendios. Pero en la medida que esos fuegos han afectado únicamente a países pequeños de la periferia, han podido ser sofocados.

Ahora, sin embargo, las llamas han prendido en áreas más vitales y extensas. No son ya países pequeños los que están en peligro, son dos de los mayores miembros de la zona: España e Italia. España de un modo especial tiene que hacer frente a una crisis bancaria que podría –si no se resolviera– provocar un pánico bancario en toda la periferia de la zona.

Tal crisis haría inservibles los mecanismos que la eurozona ha dispuesto para ayudar a los países a los que se niega el acceso a los mercados. Tampoco podría el área monetaria confiar en el Banco Central Europeo para apagar las llamas. La pasada semana, el presidente del BCE, Mario Draghi, decía que él no podría llenar el vacío creado por la inactividad de los gobiernos. La incerteza resultante alimenta temores de una ruptura de la moneda única.

Los líderes europeos han renunciado a la articulación de un plan que trataría de ocuparse de llenar las limitaciones de la moneda única precisamente porque temen que esto sería impopular con los electorados. Por otra parte, los estados periféricos temen la pérdida de soberanía económica que supondría un mayor federalismo.

La única nueva política que ha merecido consideración es un esfuerzo a favor del desarrollo que es demasiado pequeño y demasiado lento. Los líderes europeos deberían tener un discurso más duro antes que sea demasiado tarde.

[...]

La unión bancaria es el objetivo más importante. Si la eurozona no puede resolver estas cuestiones, no tiene sentido añadir otro piso a esta estructura.

---

Anne Michel, en *Le Monde* de 6/6: (*L'Europe en état d'alerte sur les banques espagnoles*)

¿Estamos en el amanecer de una nueva crisis bancaria en la zona euro? La inquietud aumenta a medida que el sistema bancario se agrieta en los países frágiles: en Grecia y

en Portugal –donde la ayuda europea y del Fondo Monetario Internacional debería cubrir las pérdidas– y, en adelante, en España, donde las cajas de ahorro se doblegan bajo la carga de créditos incobrables que no cesan de hinchar con el estallido de la burbuja inmobiliaria.

El momento es grave, y el martes 5 de junio, con ocasión de una conferencia telefónica de crisis, los ministros de finanzas del G7 deberían tratar de las nuevas tensiones en la zona euro y de «la debilidad de algunos bancos». Según una declaración hecha a l'AFP el lunes, por el ministro de hacienda canadiense Jim Flaherty. España focaliza la atención.

En realidad, los Estados europeos, las finanzas públicas de los cuales se encuentran bajo tensiones y deben ser enderezadas para poner de nuevo en marcha la economía, temen ser solicitados de nuevo para salvar a los bancos.

¿La crisis bancaria de 2008 (la crisis de los *subprimes*, esos créditos inmobiliarios norteamericanos) que se había transformado en crisis de deudas públicas, va a convertirse otra vez en crisis bancaria?

[...]

Muy deseada por los economistas y por la misma España, la pista de una intervención directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad a favor de los bancos divide a los europeos. Francia, que se ha expresado por la voz del ministro de finanzas, Pierre Moscovici, es favorable a ese principio. Alemania es reticente. Todo el juego de momento consiste en desconectar las finanzas de los estados de las de los bancos. No esperemos ha advertido un consejero del gobierno.

[...]

---

Claire Gaitonis y Clément Lacombe, en *Le Monde* de 6/6: (*Madrid juge que le marché de la dette lui est «fermé»*)

La situación de España se hace crítica. Según el ministro del presupuesto, Cristóbal Montoro, las tensiones han llegado a ser tales que el país no puede ya acudir a los mercados para financiarse: la factura sería demasiado elevada para ser financiada por Madrid. «La prima de riesgo significa que España no tiene acceso al mercado», ha estimado la radio de la capital, Onda Cero.

Inquietos por lo que se refiere a la capacidad del país para salvar sus bancos, minados por la crisis inmobiliaria, los inversores reclamaban el martes tipos de más del 6,4 por ciento para prestar a España a 10 años.

Las declaraciones de Montoro tenían lugar en un momento en que el país debe endeudarse en los mercados alrededor de 3 m. m. de euros a medio y largo plazo. Una operación a alto riesgo que podría incluso resultar más delicada después de las declaraciones del ministro, tan alarmistas.

«No hace falta mucha astucia», comentaba un economista de Natixis. ¿Se trata tal vez de un mensaje político para decirle a Europa que actúe deprisa en ayudar a España? Para Montoro, un plan de ayuda financiera de España como los puestos en marcha en los casos de Grecia, Irlanda y Portugal es «técnicamente imposible».

«Imposible y fuera de precio». Según los analistas del Royal Bank of Scotland (RBS), un plan integral de salvamento de Madrid se elevaría a un total de 409 a 455 m. m. de euros (banco, déficits públicos...). España no tiene necesidad de esto. «España tiene más necesidad de Europa, más de mecanismos que permitan la integración europea», ha dicho Montoro. Una ayuda directa a los bancos españoles por el intermediario del Mecanismo Europeo de Estabilidad sería procedente. Pero esta opción haría necesaria una reforma de dicho mecanismo.

Según los analistas, el país debe encontrar entre 50 y 100 m. m. de euros para poner a flote su sistema financiero. Un «beso de la muerte», juzga un analista anglosajón.

---

David Román y Stephen Fidler, en *The Wall Street Journal* de 6/6: (*Spain Flags Warning Market Access*)

España hizo su indicación más explícita hasta ahora en el sentido de pedirle a Europa que ayude a sus debilitados bancos, en una coyuntura en la que el ministro español del presupuesto admitió que los tipos de interés de los bonos al alza indicaban que el gobierno está perdiendo acceso a los mercados financieros.

El citado ministro, Cristóbal Montoro dijo que Europa debería actuar rápidamente para permitir que sus instituciones aumentaran directamente el capital de los bancos españoles con dificultades. La prestación directa a los bancos equivaldría a hacer innecesaria la conformidad de todos los gobiernos de la eurozona.

Alemania, el país que proporciona una proporción significativa del dinero de los rescates, hasta ahora ha sostenido que los fondos de ayuda europeos no deberían ser prestados directamente a los bancos porque Estos creen

que de esa manera se disminuiría el interés de los gobiernos en poner orden a sus finanzas.

[...]

---

Victor Mallet y Peter Spiegel, en *Financial Times* de 6/6: (*Spain in appeal for bank aid*)

España ha hecho la más explícita llamada hasta ahora para que las instituciones europeas recapitalicen los bancos del país, dadas las dificultades que encuentra en los mercados de bonos para obtener los miles de millones de euros que necesita.

Cristóbal Montoro, ministro del presupuesto en el gobierno de centro-derecha, admitió ayer que el elevado riesgo que se percibe en la deuda soberana significa que «Madrid no tiene abiertas la puertas de los mercados de bonos».

El comentario asustó a los analistas, dado que el Tesoro español tiene la intención de subastar 2 m. m. en bonos mañana.

El primer ministro español, por su parte, advirtió que el país se encontraba ahora en una situación de «extrema dificultad».

Mariano Rajoy dijo también que era imperativo que Europa aprobara que el euro era irreversible aceptando una unión bancaria y comprendiera (*embracing*) eurobonos.

En una reunión del Senado el jefe del gobierno les dijo a los senadores que Europa «debería ayudar a los países que se encuentran con dificultades», añadiendo: «lo más urgente e importante es que tenemos un problema de financiación y sostenibilidad de la deuda».

Alemania, sin embargo, siguió oponiéndose a permitir que los bancos españoles fueran rescatados sin una petición formal del gobierno español.

[...]

---

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 8/6: (*Le gouvernement espagnol prépare une troisième réforme du secteur bancaire*)

El proceso de saneamiento de los bancos españoles no está cerrado. El ministro de economía lo ha confirmado el

miércoles, 6 de junio. El nombramiento, el jueves, del nuevo gobernador del Banco de España, después de la dimisión de Miguel Angel Fernández Ordoñez, podría suponer el inicio de este tercer plan de saneamiento de los bancos, antesala del desbloqueo de una ayuda europea que parece inminente.

Sin embargo, el ejecutivo ha rechazado cualquier comentario sobre el hecho que podría exigir de los establecimientos financieros nuevas provisiones, como lo ha indicado el periódico económico *Cinco Días*. El periódico reveló, el miércoles, que Madrid, empujado por Bruselas, debería exigir de los bancos nuevas provisiones sobre las hipotecas (a la altura del 3 por ciento de su valor), sobre los préstamos a las empresas (12%) y sobre los créditos al consumo (20%).

«El gobierno adoptará las decisiones que deba adoptar por lo que se refiere a la recapitalización de las instituciones» una vez que haya recibido el resultado de los auditores, confiados a dos gabinetes independientes, Roland Berger y Oliver Wyman, según ha dicho el ministro de economía, Luis de Guindos. Según el periódico *ABC*, el informe del Fondo Monetario Internacional, que debe ser desvelado el lunes 11 de junio, estimaría entre 40 y 80 m. m. de euros la factura del salvamento de los bancos españoles.

Las dos precedentes reformas del sector bancario se habían concentrado sobre las dudas que suscitan 320 m. m. de euros de créditos bancarios concedidos a los promotores inmobiliarios, exigiendo 84 m. m. de provisiones. Tales dudas no habían abordado el resto de la cartera bancaria, si bien la recesión y la tasa record del paro (24,4%) dejan entrever la amenaza de un aumento de los créditos dudosos y de los impagados.

El país debe disipar las dudas sobre las necesidades reales del sector, después de los daños ocasionados por Bankia.

[...]

---

Samuel Brittan, en *Financial Times* de 8/6: (*You don't need to be a lefty to support Krugman*)

El remedio para poco gasto y más gasto. Todo lo demás es comentario. Esta es la conclusión que saqué de la obra de Paul Krugman *End This Depression Now!* Si bien el artículo no deja de contener defectos, espero confiado que el libro será muy leído, y que entre sus lectores figurarán el primer ministro del Reino Unido y el ministro de Hacienda.

Krugman hace suya la definición de Keynes de depresión como «una condición crónica de actividad subnormal sin nin-

guna marcada tendencia, bien hacia una recuperación, bien hacia un colapso total». ¿Puede alguien dudar si esto —o algo peor— es la condición de muchas economías occidentales? Con la excepción de Canadá, la producción en los países del G7 es todavía inferior a la alcanzada en 2007-2008. En el Reino Unido e Italia, ahora un 4-6 por ciento inferior a estos máximos.

Es difícil imaginar a Krugman aplaudiendo a los republicanos. Y sin embargo, no puedo valorar todo lo debido al hecho de que no haya nada esencialmente «izquierdista» en su análisis.

[...]

---

*Le Monde* de 9/6. Editorial: (*Euro: M. Hollande doit répondre à Mme Merkel*)

Durante mucho tiempo, Europa en expansión supo gestionar sus crisis sucesivas gracias a un método muy suyo y que no carece de méritos: la ambigüedad constructiva: se deja de lado lo que divide, se avanza sobre el mínimo que une, se envuelve todo en una retórica brillante, y un poquitín humeante (*fumeuse*) y se espera la próxima crisis.

El método ha funcionado bien, lo más frecuente porque Europa, justamente, es una construcción ambigua. No es una federación. Es más bien una unión de Estados—nación que han delegado una parte de su soberanía a instituciones comunes. Esa naturaleza híbrida y esa dialéctica permanente constituyen una originalidad.

Eso funciona mejor o peor en múltiples dominios. Pero no funciona con la moneda única. Esto es lo que prueba la crisis del euro. Y este es el problema que Angela Merkel ha planteado de nuevo el jueves, 7 de junio. Merkel ha estado acertada al hacerlo.

Merkel tenía en Berlín una conferencia de prensa con su homólogo británico, David Cameron, pero, en realidad, Merkel se dirigía prioritariamente a un interlocutor que no estaba en la sala, François Hollande.

¿Qué dijo la cancillera? Merkel repite esa verdad primera sobre la cual no puede haber ambigüedad: la gestión de la moneda única supone una política presupuestaria común. Toda unión monetaria anda sobre dos piernas: un banco central y un Tesoro común.

Ahora bien. Una política presupuestaria común —la crisis del euro lo prueba desde hace dos años— requiere mecanismos de armonización, de control, de gestión, de evaluación

que deben ser neutralizados. Dicho de otra manera, los Estados que quieren una moneda única deben ceder un poco su soberanía presupuestaria. En materia monetaria, la ambigüedad es destructiva, no constructiva.

Merkel no propone un súper Estado federal para gobernar Europa. Merkel no reclama una federación. Merkel quiere sólo invertir una institución comunitaria presupuestaria y bancaria necesaria para una gestión sana del euro. Con esta condición, Alemania acepta ayudar a la recapitalización de los bancos españoles, e incluso a mutualizar una parte de la deuda soberana en el seno de la zona.

Se espera la respuesta de París. El presidente francés es un europeo convencido. Se pueden comprender sus dudas. En 2004, Hollande era partidario del proyecto de Constitución europea. Pero, unido alrededor de Laurent Fabius, una mayoría del «no» resultó vencedora en el referéndum de 2005.

Hollande es un hijo espiritual de Jacques Delors y de François Mitterrand, dos de los padres del euro. No puede dudarse de su respuesta a A. Merkel. Hollande debería decir sí a ese pequeño paso federal para salvar al euro. Se espera el discurso del presidente Hollande sobre Europa.

---

Jonathan House, en *The Wall Street Journal* de 8-10/6: (*Spain Bond Sale Suggests Rising Hopes*)

España vendió más de 2 m. m. de sus bonos en una subasta muy esperada, el jueves, en la que quedaron reflejadas las crecientes esperanzas de que la Unión Europea va a ayudar a la recapitalización de los bancos españoles con dificultades, problema que se ha convertido en el más urgente y de mayor entidad de la crisis de la zona euro.

El Tesoro español vendió un total de 2,07 m. m. en deuda a 2, 4 y 10 años, aunque tuvo que ofrecer más altos tipos de interés que en ventas anteriores.

El sentimiento de los inversores ofreció una clara mejora, con positivas señales acerca de la posibilidad de que la UE procediera a ayudar a los bancos españoles renunciando a las estrictas condiciones que se utilizaron en el caso de las ayudas a Grecia, Irlanda y Portugal.

[...]

---

Peter Spiegel y Victor Mallet, en *Financial Times* de 9-10/6: (*Spain poised to request Eurozone bailout for struggling banking sector*)

España podría solicitar ayuda de rescate (*bailout aid*) para sus enfermizos bancos tan pronto como hoy, haciendo de Madrid el cuarto miembro de la eurozona necesitado de un rescate rescue de las autoridades de la UE desde el inicio de la crisis de la deuda.

Se espera que la petición tenga lugar durante los encuentros entre los ministros de hacienda de los diecisiete países de la unión monetaria que ha de tener lugar el sábado, 9 de junio.

Representantes del gobierno español declinaron ayer descartar una petición de ayuda después de semanas de estridentes (*strident*) declaraciones en el sentido de que un recate era imposible e innecesario.

[...]

---

Raphael Minder, en *International Herald Tribune* de 13/6: (*No so fast, premier minister*)

Tras conseguir España un rescate bancario (*bank bailout*), el primer ministro Mariano Rajoy viajó a Polonia el domingo para presenciar el partido de fútbol del equipo nacional de su país, declarando: «la cuestión está ya resuelta». No tan deprisa, primer ministro.

El martes, los costes de la deuda a largo plazo de España alcanzaron el máximo desde que el país se incorporó a la eurozona. Por lo que parece, los inversores llegaron a la conclusión que el rescate es potencialmente una solución mucho mejor para los bancos y sus accionistas que para el gobierno, sus contribuyentes y los poseedores de bonos *bondholders*.

Muchos detalles del rescate bancario no se conocen aún, incluyendo cuál de los fondos europeos de rescate proporcionará el dinero. Una cosa que está clara es que si bien el dinero irá a los bancos, el gobierno de Madrid será en último término el que garantice que 100 m. m. de euros, o 125 m. m. de dólares, se añadan a la deuda ya cuantiosa del gobierno de España.

Esto, más que ninguna otra cosa, explica el elevado coste alcanzado por la venta de los bonos del Estado el lunes, y otra vez el martes. Los rendimientos de los bonos españoles a 10 años alcanzaron el martes un 6,8 por ciento. Esto se acerca al nivel alcanzado cuando se negociaron los rescates de Irlanda, Portugal y Grecia.

[...]

*The Economist* de 16/6: (*Insuficiente: Why the rescue plan for Spain is not enough*)

De forma parecida a los estándares de los rescates de la eurozona que se reciben con aplauso pero que resultan escasamente servibles, el rescate de los bancos españoles anunciado el 9 de junio constituyó una decepción.

El alivio en los mercados apenas duró unas horas. Los rendimientos de los bonos españoles se prolongaron solo unas horas, y pronto empezaron a subir. Bastaron unos días para que los tipos alcanzaran un máximo desde la introducción del euro y un nivel que, si fuere sostenido, conduciría a la insolvencia de España. Y todavía lo peor fue los rendimientos también subieron para los bonos alemanes, el paraíso de la zona euro. Los inversores se preguntan si el mismo euro podrá sobrevivir.

El fondo del rescate acordado para los bancos españoles, sin embargo, tiene algunos puntos positivos (*good*). Comparado con rescates previos *bailouts* —de Grecia, Portugal e Irlanda— los salvadores (*rescuers*) actuaron con prontitud. El gobierno español recibió ofertas de dinero para auxiliar a los bancos antes de que se vieran descalificados por los mercados financieros. La suma ofrecida es importante, 125 m.m. de dólares, suficiente para apuntalar a los bancos incluso en el caso de que la economía se contrajera todavía más.

Y aunque los detalles del acuerdo todavía no se conocen, el tipo de interés de los fondos del rescate estará sin duda bien por debajo del 6,7% de los bonos españoles a 10 años alcanzado esta semana.

[...]

---

Jonathan House y William Kemble-Díaz, en *Wall Street Journal* de 15-17/6: (*Record Spanish Bond Yield Fans Fears of wider Bailout*)

Los costes de la deuda de España alcanzaron un record ayer jueves, alimentando preocupaciones de que los 100 m. m. de euros (125 m. m. de dólares) previstos para socorrer a sus bancos no serán suficientes para financiar una mayor suma necesaria para rescatar la economía entera del país (*the entire country*).

España acordó el pasado fin de semana proceder a una recapitalización de la banca que creyó suficiente para rescatar la confianza de los inversores en el crédito del país. Sin embargo, la respuesta de éstos ha sido un encarecimiento de la deuda en una fase de creciente malestar de la economía.

El rendimiento de los bonos de España a 10 años alcanzó el jueves un 6,931%, el máximo desde los inicios de la zona euro, lo que supone una apreciable subida frente al 6,184% anterior al anuncio del acuerdo de recapitalización de los bancos que lo necesiten. Esto es preocupante porque el apetito de los inversores extranje-

ros por la deuda española se ha secado, lo que obliga al gobierno a confiar pesadamente en los bancos enfermos para financiar su deuda.

[...]

## Saneamiento, ayuda financiera europea y valoración de necesidades de capital en el sector bancario español

*Santiago Carbó Valverde\**

*Francisco Rodríguez Fernández\**

### 1. Introducción

Desde la aprobación del RD-I 18/2012 de saneamiento y venta de activos inmobiliarios del sector bancario, la reordenación del sector financiero en España ha experimentado cambios muy significativos. A finales de 2012, estos cambios se habían concretado en una ayuda financiera de la UE para la recapitalización de las entidades financieras españolas con un importe de hasta cien mil millones de euros y, con la primera aproximación a la valoración de los activos y las necesidades de capital de estas entidades realizada por dos consultoras independientes.

Estas novedades han abierto un número importante de hipótesis sobre el futuro del sector bancario español y sobre la importancia de concretar los mecanismos de resolución de la crisis bancaria que, desde 2009, constituye un reto fundamental aún no resuelto. La voluntad reformista ha sido evidente desde la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en 2009, pero las aproximaciones han sido graduales y aún queda por concretar un mecanismo de resolución más definitivo. En este artículo se pasa revista a los principales acontecimientos relativos a los cambios en los mecanismos de resolución de la crisis bancaria en España, desde el RD-I 18/2012 de 12 de mayo de 2012 hasta la valoración de las necesidades de capital que ofrecieron dos consultoras independientes el 22 de junio de 2012. Asimismo, se ofrece una evaluación -necesariamente preliminar al tra-

tarse de un proceso incompleto- de la profundidad de estos mecanismos de resolución y de los aspectos y retos que aún quedan pendientes. El artículo se estructura en tres apartados que siguen a esta introducción. En el apartado dos se analizan las principales disposiciones contempladas en el RD-I 2/2012. La ayuda financiera aprobada por la UE como un préstamo contingente de hasta 100.000 millones y la evaluación de las necesidades de capital realizada -mediante un test de estrés- por dos consultoras independientes, ocupan el apartado tres. El artículo se cierra en el apartado cuatro con algunas conclusiones y reflexiones sobre estas iniciativas.

### 2. El RD-I 18/2012 sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector bancario

Desde 2009, se han aprobado en España hasta doce reales decretos que, de forma principal o indirecta, contenían disposiciones reformistas respecto al sector bancario español, encaminadas principalmente a la reestructuración, inicialmente, y, más recientemente, a la recapitalización y saneamiento de activos. En 2012, se han producido dos iniciativas de reforma adicionales. En primer lugar, el gobierno aprobó el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. El objetivo fundamental era sanear el sector bancario lo que, según estimaciones del Gobierno supondría provisionar 50 mil millones de euros de su exposición problemática. La reforma se estructuraba principalmente a través de tres tipos de requerimientos: una provisión específica de 25 mil millones de euros, un colchón de capital para suelo

\* Universidad de Granada y FUNCAS.

y promociones en curso de 15 mil millones de euros, una provisión genérica de diez mil millones para el crédito aparentemente sano. Las provisiones específicas se esperaban dotar con cargo a resultados y el colchón de capital con cargo a beneficios no distribuidos, ampliación de capital o conversión de híbridos (preferentes, bonos convertibles, deuda subordinada,...). En cuanto a la nueva provisión genérica, se cargaría contra resultados.

También se establecía que si las entidades financieras se embarcan en proyectos de fusión, tendrían un año extra para cumplir con los nuevos requerimientos. Los recursos estimados y las provisiones exigidas en el RD-I 2/2012 suponían un avance en el reconocimiento del deterioro de activos bancarios en España. En todo caso, en sentido dinámico, teniendo en cuenta las previsiones macroeconómicas, se antojaban insuficientes.

Esta insuficiencia se hizo patente el 12 de mayo de 2012, con la publicación del RD-I 18/2012 sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. Este RD-I incorporaba nuevos elementos de reconocimiento de pérdidas actuales y potenciales, así como diferentes instrumentos para atajar situaciones contingentes de deterioro, con aportación de recursos públicos.

Con la nueva reforma se estimaba que el sector iba a tener que realizar provisiones adicionales por 30 mil millones de euros que se añadirán a los más de 50 mil millones ya exigidos en la reforma anterior (RD-I 2/2012).

Un elemento esencial del RD-I 18/2012 es que ofrecía mecanismos para instrumentar ayudas públicas al sector bancario en forma de capital contingente (los llamados *CoCos*) en caso de que las entidades no pudieran

afrontar por ellas mismas las nuevas exigencias de saneamiento. Esto permitía actuar sin tener que aprobar nuevas medidas pero quedaba por determinar la magnitud del capital necesario y su financiación. En este punto, el Gobierno estableció (al margen del RD-I) que dos auditoras independientes serían las encargadas de ofrecer las valoraciones pertinentes, como se analizará posteriormente en este artículo.

De forma más específica, el RD-I 18/2012 contempla dos medidas fundamentalmente:

i) Se establecen coberturas sobre el saldo vivo a 31 de diciembre de 2011 de las financiaciones relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias. Las coberturas deben constituirse por una sola vez, según los porcentajes establecidos para cada tipo de financiación (cuadro 1).

En cuanto a estas medidas, se establece que las entidades de crédito que, durante el ejercicio 2012, lleven a cabo procesos de integración “que supongan una transformación significativa de entidades que no pertenezcan a un mismo grupo” dispondrán de doce meses para cumplir con las nuevas coberturas “siempre que la integración se lleve a cabo a través de operaciones que supongan modificaciones estructurales o adquisición de entidades participadas mayoritariamente por el FROB o en las que este haya sido designado administrador provisional, incluya medidas tendentes a la mejora de su gobierno corporativo, incorpore un plan de desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios, así como compromisos de incrementar el crédito a familias y pequeñas y medianas empresas”.

Cuadro 1

### COBERTURAS PREVISTAS PARA CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA EN EL RD-I 18/2012

Tipo de financiación de construcción o promoción inmobiliaria	Porcentaje de cobertura	
Con garantía hipotecaria	Suelo	45
	Promoción en curso	22
	Promoción terminada	7
Sin garantía real		45

Fuente: RD-I 18/2012, BOE de 12 de mayo de 2012.

Las entidades bancarias españolas contaban hasta el 11 de junio de 2012 para presentar un plan en el que detallaran las medidas para dar cumplimiento al RD-I 18/2012. De estos planes podrían surgir déficit de capital principal o de recursos propios computables. En este sentido, bien porque el Banco de España así lo valore o a petición de la propia entidad, podría contemplarse la solicitud de apoyo financiero del FROB.

En cuanto a la referencia a la posibilidad de que el apoyo del FROB se instrumentase como capital contingente (CoCos), la disposición final cuarta del RD-I establece que el FROB podrá suscribir títulos de las entidades y que “el pago del precio de adquisición o suscripción de los títulos podrá realizarse en efectivo o mediante la entrega de valores representativos de deuda pública o valores emitidos por el propio FROB. Asimismo, el FROB podrá satisfacer dicho precio mediante compensación de los créditos que ostente frente a la correspondiente entidad”.

ii) La segunda medida fundamental que contempla el RD-I 18/2012 es la creación de sociedades de gestión de activos (SGA). En particular, se establece que los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas deberán ser aportados por las entidades de crédito a una sociedad anónima, cuyo objeto social exclusivo es la administración y enajenación de los activos aportados a la misma. Se determina también que podrán establecerse instrumentos de apoyo financiero a las adquisiciones de capital en dichas sociedades. Las aportaciones a la sociedad se valorarán por su “valor razonable” y en ausencia de este valor o cuando exista dificultad para obtenerlo, se calcularán por su valor en libros neto de las provisiones ya constituidas. Este es un aspecto importante que posteriormente se está revisando ya que la experiencia de este tipo de sociedades indica que la valoración de este tipo de activos según libros y sin una segregación clara del balance de las entidades afectadas pudiera no tener los efectos deseados.

Las sociedades participadas por las entidades de crédito que reciban apoyo financiero estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, un 5 % de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo.

### 3. La ayuda financiera de la UE y la primera valoración de las necesidades de capital

Con la introducción de valoraciones independientes en paralelo al RD-I 18/2012, se trataba de aproximar la

magnitud del deterioro de activos y necesidades de capital en el sector bancario español. En este punto, era especialmente importante determinar esta magnitud para poder establecer las capacidades de ayuda financiera del Estado en un contexto de importantes restricciones presupuestarias. Más aún, cuando las reformas que se habían realizado en España no consideraban el potencial problema que pueden suponer otros créditos distintos (hipotecas, por ejemplo) si el deterioro macroeconómico persistía.

El 8 de junio de 2012, el Fondo Monetario Internacional publicaba las recomendaciones finales de su Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero (*Financial System Assessment Program*, FSAP). En esta evaluación se establecía que “las autoridades españolas han recientemente acelerado las reformas del sector financiero para reducir las vulnerabilidades del sistema”... “y actualmente están llevando a cabo una valoración independiente de todas las carteras”. Sin embargo, en clara referencia al *backstop* necesario para el sector, establecía que “el grado y la persistencia del deterioro económico pueden implicar nuevas pérdidas para los bancos. La plena implementación de las reformas, así como el establecimiento de un mecanismo de respaldo público creíble, serán críticos para mantener la estabilidad financiera en el futuro”. El FMI estimaba que las necesidades de capital conjuntas del sector eran de un máximo de 38 mil millones de euros.

Un día después de los informes del FMI, el 9 de junio, el Eurogrupo confirmaba en un comunicado la aprobación de una ayuda contingente para España de hasta cien mil millones de euros para proceder a la recapitalización de las entidades financieras que lo precisaran. Se trataba de un elemento fundamental, al establecerse un *backstop* significativo que venía a cerrar parte de los retos de resolución aún abiertos. España aceptaba de este modo esa garantía y ayuda financiera, si bien la aceptación formal se produjo el 25 de junio de 2012.

Con esta resolución del Eurogrupo se establecía por vez primera una garantía significativa para España y sus bancos, y se hacía con el apoyo europeo. El aspecto más determinante para que la garantía sea efectiva -pendiente de determinar a la entrega de este artículo- es que se determine hasta qué punto se quiere aprovechar el *backstop*. Hasta qué punto y cómo se empleará la garantía europea depende en gran medida de las valoraciones independientes encargadas por el ejecutivo y, que han de determinar las necesidades de capital del sector. En este punto, el 22 de junio se presentaron las dos primeras valoraciones, a cargo de Oliver Wyman y Roland Berger. El propósito de esta primera aproximación era evaluar, mediante un test de estrés, la capacidad de resistencia del sector bancario español bajo desarrollos macroeconómicos

cos adversos. La estimación era agregada, sin determinación de necesidades individuales, que se posponía hasta septiembre de 2012, con una valoración más detallada de cada balance. El ejercicio se aplicó sobre la información de 14 entidades (Santander, BBVA & Unnim, Popular & Pastor, Sabadell & CAM, Bankinter, Caixabank & Cívica, Bankia-BFA, KutxaBank, Ibercaja & Caja3 & Liberbank, Unicaja & CEISS, B. Mare Nostrum, CatalunyaBank, NCG Bank, B. Valencia) y abarca, como novedad frente a test de estrés anteriores (los de la Autoridad Bancaria Europea) la consideración de la calidad del conjunto de la cartera de crédito al sector privado residente y no solo a los activos de naturaleza inmobiliaria.

Se consideraron dos escenarios, uno base y otro “estresado” en un horizonte temporal de 2012 a 2014. El escenario macroeconómico base es el utilizado por el FMI en el FSAP anteriormente mencionado. El escenario estresado de las consultoras independientes es, sin embargo (como se muestra en el cuadro 2) más duro que el empleado por el FMI.

En su conjunto, el ejercicio de los test de esfuerzo ha revelado necesidades de capital que Oliver Wyman ha mostrado en un intervalo de confianza y Roland Berger como una estimación puntual, según se muestra en el cuadro 3. Las necesidades de capital para el escenario base se realizan mediante un supuesto de exigencia de un capital *core tier 1* mínimo del 9%, mientras que las del escenario estresado parten de la base de una exigencia de un *core tier 1* mínimo del 6%.

Los resultados sugieren que, como máximo, el sector bancario precisaría capital adicional de 62 mil millones de euros en un escenario de tres años. Debe destacarse, asimismo, que en los informes se estima que en el escenario estresado el sector bancario español podría tener unas pérdidas esperadas de entre 250 mil y 270 mil millones de euros. Por lo tanto, al comparar estas pérdidas con las necesidades de capital se comprueba que estas consultoras han considerado una amplia capacidad de absorción de pérdidas por parte del sector, tanto por las provisiones ya constituidas o en curso de constitución, como por la proyección de beneficios retenidos.

Cuadro 2

### ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LOS TEST DE ESTRÉS DE LAS CONSULTORAS INDEPENDIENTES (Porcentaje de variación)

	FMI (FSAP)		Consultoras independientes		
	2012	2013	2012	2013	2014
<b>Escenario base</b>					
PIB real	-1,7	-0,3	-1,7	-0,3	0,3
Tasa de desempleo	23,8	23,5	23,8	23,5	23,4
Precios de la vivienda	-5,6	-2,8	-5,6	-2,8	-1,5
Índice General de la Bolsa de Madrid	-1,3	-0,4	-1,3	-0,4	0,0
Préstamos a otros sectores residentes					
Hogares	-3,8	-3,1	-3,8	-3,1	-2,7
Empresas	-5,3	-4,3	-5,3	-4,3	-2,7
<b>Escenario estresado</b>					
PIB real	-4,1	-1,6	-4,1	-2,1	-0,3
Tasa de desempleo	25,0	26,6	25,0	26,8	27,2
Precios de la vivienda	-19,9	-3,6	-19,9	-4,5	-2,0
Índice General de la Bolsa de Madrid	-51,3	-0,4	-51,3	-5	0,0
Préstamos a otros sectores residentes					
Hogares	-6,8	-10,5	-6,8	-6,8	-4,0
Empresas	-6,4	-3,0	-6,4	-5,3	-4,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 3

**NECESIDADES DE CAPITAL ESTIMADAS PARA EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL  
POR OLIVER WYMAN Y ROLAND BERGER  
(Millones de euros)**

Escenario	Oliver Wyman	Roland Berger
Base (ratio <i>core tier</i> 1 exigido = 9%)	16.000-25.000	25.600
Adverso (ratio <i>core tier</i> 1 exigido = 6%)	51.000-62.000	51.800

Fuente: Banco de España..

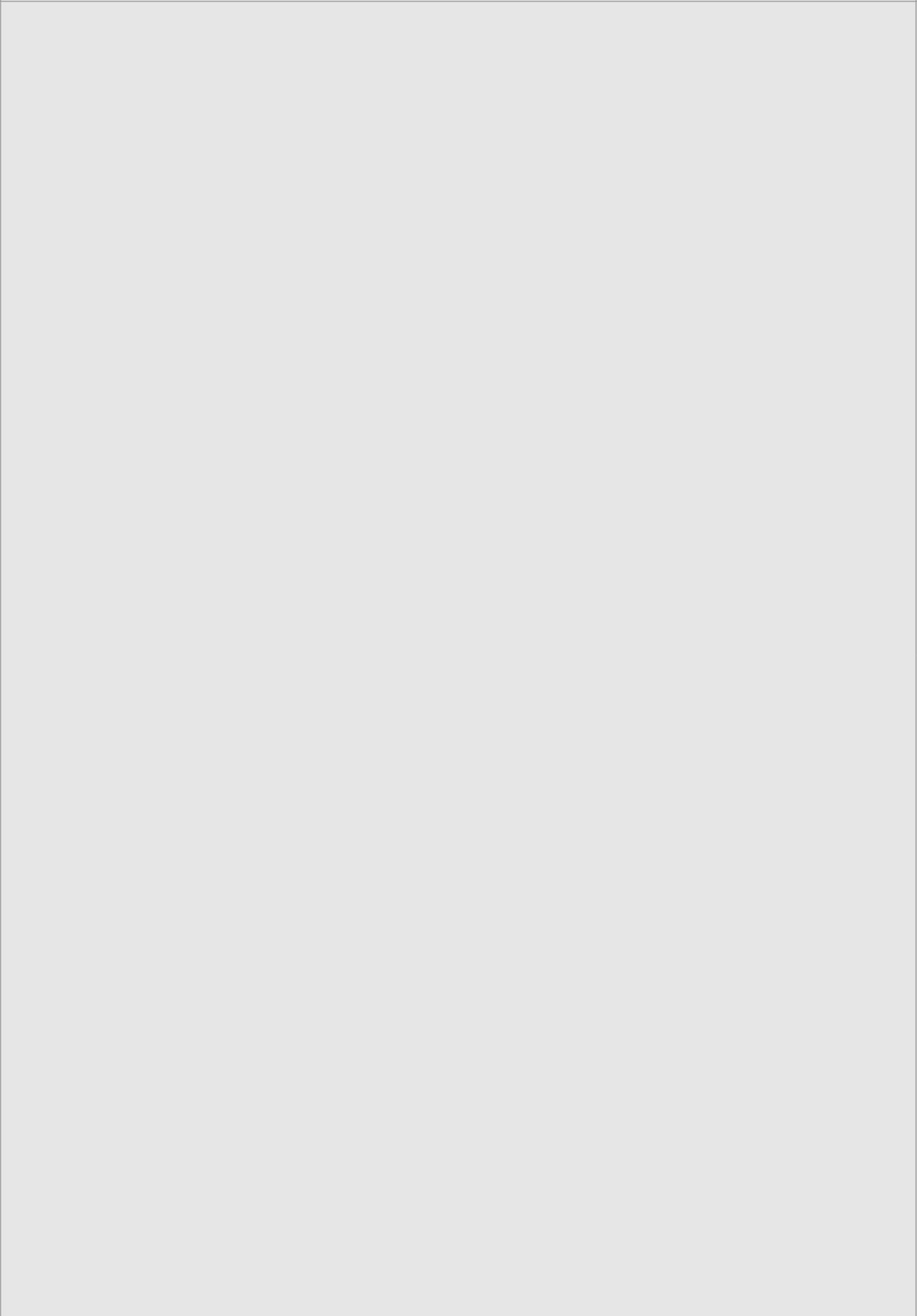
## 4. Conclusiones

Con la aprobación de la garantía europea y la primera estimación de necesidades de capital del sector bancario español se constata que la necesidad de saneamiento y recapitalización es significativa. En buena medida, con la garantía europea para la banca española, se da un paso adelante hacia mecanismos de soporte europeos. La ausencia de una verdadera unión europea bancaria es, en este contexto, un reto de primer orden, ya que si existiese, los mercados interbancarios podrían haber tenido una mayor reactivación y los problemas de solvencia y eficiencia se hubieran resuelto de forma mucho más eficiente y rápida de lo que lo han hecho en un número importante de países. En lo que respecta a España, con la garantía que la UE ha ofrecido de cien mil millones de euros se ha establecido el primer precedente de apoyo financiero común para un sector bancario de un Estado miembro. En cualquier caso, es posible que este mecanismo se generalice y resulte necesario que se articule para un conjunto amplio de casos, ya que la reestructuración y el saneamiento bancario en Europa (y no sólo en España) son importantes retos pendientes.

Al mismo tiempo, es difícil determinar si las estimaciones ofrecidas por las consultoras independientes serán suficientes para cubrir las pérdidas esperadas en el sector y mantener los ratios de solvencia por encima del mínimo regulatorio. Todo dependerá de la evolución macroeconó-

mica que, en principio, no parece que vaya a ser favorable, por lo que tal vez sea necesario un uso más amplio de la capacidad financiera que la UE ha puesto a disposición del sector bancario español. Será también determinante conocer las condiciones en que se producirá tal ayuda. En particular, en dos aspectos: el precio y la subordinación de otros tipos de deuda a esa ayuda. En lo que se refiere al precio, el impacto final sobre las entidades financieras españolas dependerá de que la ayuda se instrumente como capital directamente o como *CoCos*, algo que aún debe decidirse y que puede variar dependiendo del caso. En cuanto a la subordinación, si la deuda soberana y otras obligaciones serán subordinadas respecto a la ayuda financiera europea también es un aspecto que está en discusión.

Lo que sería preciso es que las reglas de esta ayuda y la posible condicionalidad que pueda ejercerse sobre el sector bancario español se decidan cuanto antes y proporcionen una cierta estabilidad para la planificación estratégica de las entidades bancarias en España. Aspectos como el papel que desempeñarán finalmente las sociedades de gestión de activos, y los plazos y condiciones para alcanzar los mínimos de capital exigidos son también elementos esenciales para que se avance hacia una resolución final de la crisis bancaria en España. Además, debe tenerse en cuenta que cualquier condicionalidad que surja con la ayuda europea deberá sumarse a la que ya exige el RD-I 18/2012 analizado en este artículo.



# Sobre la semejanza de las cajas españolas a las italianas en su proceso de reforma

Gaspar Ariño Ortiz\*

Myriam García Pérez \*\*

## 1. El seguimiento de la vía italiana

Con la crisis financiera y económica, y el estallido de la burbuja inmobiliaria en España, se puso de manifiesto la necesidad de acometer una reforma financiera. En particular, había que tomar medidas para el saneamiento de las cajas, que, como los bancos, tenían activos tóxicos, pero a diferencia de ellos, añadían los problemas de estructura de capital y de propiedad. Mirando al entorno europeo, las opciones eran, básicamente, las siguientes:

- La vía alemana, esto es, la creación de bancos públicos regionales; algo así podían ser las fusiones de cajas de la misma comunidad autónoma, muchas veces intentadas.

- La vía noruega, capitalizándose a través de la emisión de cuotas participativas, eso sí, bien reguladas, al estilo de los *Primary Capital Certificates* de las *Sparebanken* que tan bien venían funcionando en Noruega<sup>1</sup>. Este camino permi-

tía la capitalización sin alterar la naturaleza jurídica de caja de ahorro, de base privada, fundacional y mutualista<sup>2</sup>.

- La vía anglosajona, que consistía en la pura y simple venta de las cajas con problemas a entidades capaces de absorber sus negocios financieros (vid. *Washington Mutual* en EE.UU y las *building societies* inglesas).

- La vía italiana, que suponía fusionarlas primero y convertirlas después en sociedades por acciones en todo cuanto supusiera actividad financiera, manteniendo su naturaleza fundacional para todo lo relativo a la Obra Social. Recientemente, en España se ha comenzado un proceso que recuerda al estilo italiano, siendo tal similitud el objeto principal de este trabajo.

- Y la vía austriaca, manteniendo íntegramente a la fundación como propietaria del banco o de los bancos que se creasen (vid. *Erste Bank*, caja de ahorros y uno de los consorcios bancarios más importantes de Austria).

El Gobierno español comenzó tomando medidas parciales y tímidas<sup>3</sup>, pero a finales de junio de 2009 la situación de los balances de muchas entidades españolas se

\* Catedrático de Derecho Administrativo y Presidente de Ariño y Asociados, Abogados.

\*\* Abogado junior. Ariño y Asociados, Abogados.

<sup>1</sup> La figura de las cuotas participativas ya existía en España. Sin embargo, nunca tuvieron éxito (la única entidad que las emitió fue la CAM, y fue una mala experiencia), no solo porque se veían como un paso previo hacia la privatización y consiguiente desaparición de las cajas, sino porque, al carecer de cualquier tipo de derecho político, no resultaban atractivas para el inversor, sobre todo para el inversor que tuviera interés (por su naturaleza o por su porcentaje de participación) en tener voz en la asamblea.

<sup>2</sup> Para más información vid. "La necesaria reforma de las Cajas de Ahorros". Capítulo III: Capitalización. Editorial Civitas. Gaspar Ariño Ortiz. 2010.

<sup>3</sup> Me refiero al otorgamiento de avales y garantías a entidades que, como la CAM o la CCM, estaban próximas a caer –de hecho, después serían intervenidas, saneadas y subastadas a Banco Sabadell y Cajastur, respectivamente–; también, a la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) de forma temporal (hasta diciembre de 2009), así como a medidas referidas al incremento del importe máximo garantizado por los FGD.

hizo insostenible, por lo que había que tomar decisiones globales y de más calado. En este sentido, el Gobierno, a través del Real Decreto-ley 9/2009, creó el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria), un fondo que suponía la entrada de dinero público (a título de préstamo) en las entidades que lo necesitaran —sobre todo, cajas<sup>4</sup>—, pero buscaba, principalmente, la reestructuración de las entidades inviables mediante la intervención por el Fondo, con sustitución de los órganos de administración (art. 7), así como la consolidación a través de fusiones, obligatoria para las entidades viables que quisieran acceder a la ayuda financiera para hacer frente a sus debilidades coyunturales (art. 6). El Gobierno quería dibujar, de este modo, un paisaje con menos entidades, y más grandes, como se había hecho en Italia<sup>5</sup>. En consecuencia, las entidades intervenidas se subastaron, al estilo inglés, y comenzaron a celebrarse las bodas de entidades supuestamente viables, la mayoría intrarregionales (por aquellos que tenían el ánimo de crear una especie de banca pública regional, como en Alemania) y algunas interregionales, a través de los llamados SIP (Sistemas Institucionales de Protección), que inicialmente permitían no ceder todo el negocio bancario a las entidades cabecera (esta vía recordaba a la austríaca, toda vez que las cajas eran 100% propietarias de las entidades cabecera).

Sin embargo, en paralelo a los *writedowns* (reconocimiento de pérdidas), las entidades mostraban cada vez mayores necesidades de capital, de modo que la recapitalización a través del FROB y las fusiones se tornaron en medidas insuficientes. Y es que las fusiones, por sí mismas, no aseguran un mayor crecimiento y una mayor eficiencia. Vicente Cuñat<sup>6</sup> señalaba al respecto que: “a largo plazo se espera que las ganancias de eficiencia generadas por las fusiones sean pequeñas. A corto plazo, tampoco parece que la venta de activos inmobiliarios ni las reducciones de personal sean una panacea. En particular, las prejubilaciones con cerca del 80% del sueldo apenas le ahorran dinero a la caja, aun suponiendo (erróneamente) que el personal despedido tuviese cero productividad. Son además una sangría para el Estado, que financia buena

parte del periodo transitorio de prejubilación.” Además, estos procesos de fusión presentaron no pocos problemas, lo que debe ser objeto de un estudio aparte<sup>7</sup>.

En cualquier caso, ya con entidades más grandes y algunas de ellas sistémicas, había que pensar en tomar nuevas medidas que hicieran posible levantar el capital necesario para las cajas. El Real Decreto-ley 11/2010, entre otras cosas, mejoró entonces la regulación de las cuotas participativas, haciéndolas más atractivas tanto para los emisores como para los inversores (les otorgaba derechos políticos); obligó también a que la entidad cabecera de los SIP fuera un banco; y, finalmente, ofreció a las entidades la posibilidad de segregación de la actividad financiera en bancos instrumentales, quedándose con la mayoría del capital, así como la opción de separar la actividad bancaria (comercial y financiera), en un banco, de la Obra Social, en una Fundación, al estilo italiano. Es decir, permitía una completa transformación de las cajas, sin fijar ninguna vía en concreto, y por eso se llamó “*sistema de traje a medida*”.

Pero antes de que las cajas pudieran decidir qué traje ponerse, el Gobierno, a través de un nuevo Real Decreto (2/2011), obligó a las que quisieran recibir ayudas del Estado a bancarizarse, estableciendo mayores exigencias de capital para aquellas entidades que no hubieran sido capaces de acudir a los mercados en busca de capital y obligando a las que hubieran constituido un SIP a integrarse plenamente en ellos (lo que implicaba que la caja desapareciera como entidad de crédito con vida propia y quedaba integrada en el banco de forma total).

Finalmente, el nuevo Gobierno, a través del Real Decreto Ley 2/2012, modificó el FROB para que actuara, no solo mediante préstamos en efectivo, sino también mediante la compra directa de acciones y de *CoCos* (obligaciones convertibles en acciones) —por lo que condicionaba las ayudas a la previa bancarización—; asimismo, endureció aún más las exigencias de saneamiento —haciendo más necesarias aún las ayudas, y por tanto, la bancarización—. Eso sí, rebajó al 25% el límite mínimo de participación en el capital del banco filial (o del ente central del SIP) para que la caja no desapareciera y se transformara en una fundación. Esto es, el nuevo Gobierno ha sido continuista del anterior en el sentido de promover la bancarización, pero, al mismo tiempo, ha abogado también por la permanencia de institución de las cajas, llegando a una realidad compleja de bancos-caja, aún indeterminada e incierta, como se verá en el último apartado de este trabajo.

<sup>4</sup> Se ha dicho que el FROB en realidad era un FROC (Fondo de Reestructuración Ordenada de las Cajas).

<sup>5</sup> Aunque en Italia tenía más sentido, pues había muchos más bancos. En concreto, el número total de bancos se contrajo en más de un 30% en las últimas tres décadas (desde 1.156 en 1990 hasta 806 en 2007). Vid. “*Diversidad en el sector bancario europeo. La actividad y el papel de las Cajas de Ahorro*”. 2009. Rym Ayadi, Reinhard H. Schmidt, Santiago Carbó Valverde, con Emrah Arbak y Francisco Rodríguez Fernández. *Centre For European Policy Studies*. Pág. 166.

<sup>6</sup> Vid. Vicente Cuñat en <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=18597>. 13/02/2012.

<sup>7</sup> Nos remitimos a un próximo trabajo sobre “*La Nueva institucionalización de las Cajas de Ahorro*”, que aparecerá próximamente.

El final de esta historia ha sido, por el momento, el pronunciamiento que, antes de irse, ha hecho el ex Gobernador del Banco de España, Fernández Ordóñez, en el sentido de proceder a la completa desvinculación de cajas y bancos, con la desaparición de las primeras y su conversión en fundaciones; esto es, quería culminar la vía italiana. El sector, sin embargo, en especial, el Presidente de *Caixa Bank* y de la CECA, Isidro Fainé, no está dispuesto a que las cajas se conviertan en fundaciones privadas y desaparezca su papel en relación con la política crediticia del banco. En cualquier caso, la vía italiana ha sido muy aplaudida en España en los últimos tiempos, tanto por gentes del sector como José Luis Olivas (*Presidente de Bancaja*), como por expertos, juristas y economistas, como Lupicinio Rodríguez, Marco Bolognini, Ángel Ubide y otros<sup>8</sup>. Todos ellos han hecho afirmaciones “principalistas” sobre el tema, aunque sin demasiado análisis sobre las consecuencias y resultados en que esta ha desembocado (lo que ha dado origen a este escrito)<sup>9</sup>.

Dicho todo lo anterior, y dado que la realidad italiana tiene indudables paralelismos con la española por la existencia de un origen histórico parecido, una configuración jurídica similar, un tamaño de entidades muy próximo, unas cuotas de mercado dentro del conjunto del sistema bancario relativamente cercanas y la existencia de una institución central con una configuración muy parecida a la de la CECA<sup>10</sup>, resulta extremadamente conveniente ver cómo ha sido el proceso de privatización en Italia y cuáles han sido sus resultados. Siempre es bueno, antes de tomar decisiones irreversibles, analizar experiencias comparadas y aprender en cabeza ajena.

## 2. Fases del proceso de cambio en Italia

En el proceso de transformación del sistema financiero italiano se distinguen tres etapas, que se configuran en torno a tres iniciativas legislativas específicas:

<sup>8</sup> Vid. Lupicinio Rodríguez, “*Societización y privatización de las Cajas de Ahorro*”. Diario Expansión. 19/05/2010; Marco Bolognini, “*Reflexiones primaverales variadas: Cajas, UE y General*”. Expansión. 1/05/2010; y, Ángel Ubide, “*Cajas a la italiana*”, El País-Negocios, 30/01/2011.

<sup>9</sup> Sobre la vía italiana nos permitimos plantear algunas dudas en su momento: vid. G. Ariño, “*La vía italiana y sus resultados*”. Expansión. 5/07/2010.

<sup>10</sup> “*Presente y Futuro de las Cajas de Ahorros*”. 2003. Fundación *CaixaGalicia*. Centro de Investigación Económica y Financiera. Analistas Financieros Internacionales. Pág. 313.

- Ley *Amato* (1990)<sup>11</sup>. A través de esta normativa se ofrecía la posibilidad (posteriormente, con el Real Decreto Legislativo nº 385/1993, de 1 de septiembre, se hizo obligatorio) de separar la actividad bancaria, ejercida por un banco (sociedad por acciones, SPA), de la actividad benéfico-social, ejercida por la Fundación (propietaria del 100% de las acciones del banco anterior). Por otra parte, se incentivaron las fusiones entre los bancos filiales de las cajas a través de beneficios fiscales. Se pensó, en definitiva, que se podían conjugar las inevitables e imprescindibles reformas que la situación exigía (en particular, la obligada capitalización y concentración para la entrada en los mercados europeos) con la tradicional proyección social –y local– que las cajas de ahorros venían teniendo hasta entonces. En cualquier caso, las fundaciones podían vender las acciones a terceros, aunque solo como excepción y debiendo retener más del 50 % de participación (a excepción de una autorización del Ministerio del Tesoro, previa consulta del CICR –*Comité InterMinisterial de Crédito y del Ahorro*–), por lo que se mantenía su influencia en cuanto al funcionamiento interno de la institución. Por ello, y porque seguían los mismos gestores –los inversores, así, no acudían–, esta separación formal entre negocio bancario (vía SPA) y Obra Social (vía fundación) no tuvo grandes consecuencias en la estructura de capital y funcionamiento.

- Directiva *Dini* (Ley 474/1994). Por ella se obligó a las fundaciones a enajenar parte de sus participaciones en el banco en el plazo de cinco años y se abrió el patrimonio de las fundaciones a algo más que su participación en la SPA, con el objeto de diversificar su patrimonio y sus riesgos. Al mismo tiempo, se delimitaron las normas para la gestión de la Obra Benéfico-Social.

En esta etapa, las cajas pudieron seguir siendo accionistas de referencia o de control, aunque Lamberto Dini, Ministro de Economía, luchó para que aceptaran lo que se les diera y les correspondiese de los beneficios del banco, sin influir para nada en la política del banco.

- Ley y Decreto *Ciampi* (Ley 461/1998 y Decreto Legislativo 153/1999). Es el tercer paso y en él se impuso a las fundaciones la obligación de reducir la participación mayoritaria en las sociedades bancarias en un plazo de cuatro años (si la fundación no hubiese enajenado su participación mayoritaria en un plazo de seis años el exceso respecto de la mayoría lo confiscaría el Estado). La idea era que las fundaciones renunciaran a todo papel en la gestión de los bancos de los que eran accionistas, permitiéndoseles incluso

<sup>11</sup> Completada por los Decretos Legislativos 356/1990, 357/1990 y 358/1990.

la entrega de sus participaciones bancarias a una sociedad de gestión de ahorro.

Asimismo, el legislador determinó la naturaleza de las entidades, a saber, entidades privadas sin ánimo de lucro al servicio de la libertad social, con autonomía de gestión frente a los actos administrativos que pretendieran dirigir su actividad o sus inversiones, con un gobierno formado por representantes cualificados de entes públicos y privados del ámbito territorial en que se asientan, pero sometidas al ordenamiento civil y a la regulación y al control del Estado (no de las regiones). A este respecto, la Corte Constitucional, por su parte, en las Sentencias 300 y 301 de 29 de septiembre de 2003, especificó que la participación en el capital de la sociedad bancaria por ellas creada cuando eran *Casse di Risparmio* había dejado de ser elemento definidor, declarando inconstitucional la "prevalencia" (es decir, la mayoría) en los órganos de gobierno de las fundaciones, de los representantes de las regiones, la provincia o los municipios o entidades metropolitanas.

Nuestra valoración de este proceso es que la situación creada por *Ley Amato* era muy razonable, pues se fortalecía el sector de las cajas y se preservaba, a su vez, su existencia, siquiera con una configuración jurídica distinta de la tradicional (el cambio fue más formal que material). Pero la evolución legislativa y jurisprudencial posterior a la citada Ley favoreció la privatización total de las cajas y su cambio sustancial de naturaleza, quitándoles poder y convirtiéndolas en meras fundaciones privadas, benéficas y culturales, con un alcance más que limitado. Dicha evolución se justificó en la gran desconfianza existente hacia los órganos rectores de las cajas, dado su histórico alto nivel de politización —lo que era cierto, aunque no en todas las entidades—. Pero lo cierto es que se sacrificó la institución de las cajas en pos de la despolitización de las entidades de crédito, objetivo que, además, no ha tenido mucho éxito. En efecto, a finales de septiembre de 2010, de las 88 fundaciones existentes, 18 no tienen ninguna participación accionarial en bancos y 55 mantienen participaciones minoritarias aisladamente; no obstante, las fundaciones se han asociado y la participación conjunta de varias en un mismo banco les permite, todavía, tener gran influencia sobre los grandes bancos (veremos enseguida el caso de *Unicredit*); por otra parte, 15 cajas de regiones con estatuto especial conservan una participación de control en los bancos filiales (a modo de excepción) —la *Fundazione Monte dei Paschi* la ha mantenido en uno de los bancos más grandes de Italia, *Monte dei Paschi*, desde 1999 hasta 2009—; en *Unicredit*, como veremos enseguida, la participación de las fundaciones ha alcanzado el 11% y las mismas constituyen un tercio del consejo del banco, por lo que han podido mantener una gran in-

fluencia; en cuanto a *Intesa San Paolo*, las fundaciones tienen un 14% del banco, pero la participación total es aún mayor si se tiene en cuenta la participación indirecta, dado que uno de sus principales accionistas es *Monte dei Paschi*, que como se ha dicho está gobernado por la fundación. En definitiva, aunque la participación global de las fundaciones en los bancos se ha reducido enormemente desde 1990 (han pasado de tener el 68% del capital de los bancos, en 1992, al 12% actual), las fundaciones están librando su batalla para seguir influyendo en los bancos y todavía tienen participaciones de control en algunos bancos originarios, por lo que la privatización de la banca italiana es bastante menor de lo que se suele decir.

### 3. Un caso paradigmático: *Unicredit Group*

El proceso ha sido estudiado por dos reputadas economistas (Carletti y Hakenes-Schnabel), según las cuales el resultado ha sido la creación de grandes grupos bancarios mediante sucesivas fusiones y privatizaciones de antiguas cajas y pequeños bancos. El mejor ejemplo de ello es *UniCredit Group*<sup>12</sup>, nacido en 1998 de la fusión de varias cajas y bancos pequeños del norte de Italia, cuya historia es reveladora. Un banquero activo y brillante un tanto megalómano, llamado Profumo, convirtió aquellas pequeñas unidades de crédito local<sup>13</sup> en un gigante europeo, universal y polifuncional, mediante la compra o fusión de (con) un gran banco alemán (HVB), un banco austriaco (*Bank Austria*), el tercer banco italiano (*Capitalia*) —justo antes de las crisis!— y otras entidades menores, llegando con su actividad a los EE.UU., Países Bálticos, Hungría, Polonia, Bulgaria, Chequia y otros países del Este, alguno tan lejanos como Kazajistán. El resultado fue la creación de un megabanco —el primer banco de Italia y el tercero de Europa— con un billón de activos, presencia en 22 países<sup>14</sup> y adquisiciones que alcanzaron los 60.000 millones de euros entre 2004 y 2007.

Esta internacionalización de sus operaciones, sin embargo, ha dado lugar a graves pérdidas, con una

<sup>12</sup> Resultante de *Crédito Italiano*, *Crédito Romagnolo*, *Banca del Monte di Bologna*, *Cassa de Risparmio di Modena*, *Cassa de Risparmio di Torino*, *Banca Cariverona*, *Cassa de Risparmio di Trento*, *Cassa di Risparmio di Trieste* y otras entidades.

<sup>13</sup> Hay que decir que las cajas italianas no se asimilaron tanto a los bancos, en su expansión y en su actividad, como en España.

<sup>14</sup> La Segunda Directiva Bancaria (89/646/EEC), en su Ley Consolidada de Banca, eliminó todas las restricciones a la expansión, tanto funcionales como geográficas, y con ello introdujo formalmente el modelo de banca universal en Italia.

caída de su cotización, en 2009, de más del 80% de su valor con respecto a su pico de 2007, llegando a cotizarse en 1'8 €/acción en marzo de 2011 (al día de hoy, 12/06/2012, su cotización está en 2'39 €/acción). Por otro lado, las sucesivas pérdidas sufridas desde 2008 provocaron la necesidad de sucesivos aumentos de capital y la entrada de fondos soberanos de Libia y Abu Dhabi, de la aseguradora alemana *Allianz* y el fondo de inversiones *Black Rock*, todos los cuales han llegado a tener el 16% del banco, frente al 11% que ostentaban las fundaciones locales italianas (antiguas cajas de ahorro fusionadas), que veían cómo su capital se diluía.

Como consecuencia, en 2010, las antiguas cajas convertidas en fundaciones, herederas de las antiguas *Casse de Risparmio* y ocupadas por fuerzas sociales locales, que tenían nutrida presencia en el consejo del banco (un tercio), iniciaron una campaña contra la política seguida por su consejero delegado, Sr. Profumo, exigiéndole una retirada de los países del Este (las inversiones internacionales habían arrojado muchas pérdidas y eran vistas como un elemento de "stress" en los balances). Ello contaba, también, con la oposición de Bossi –Ministro de Reformas para el Federalismo– y los conservadores de la Liga del Norte. Tanto unos como otros (fundaciones y políticos importantes a nivel nacional) exigían una vuelta a sus orígenes, así como una mayor atención y concentración de sus créditos en el mercado y la sociedad italiana.

La batalla en el seno del Consejo entre los dos sectores –que reflejaban dos formas totalmente diferentes de hacer banca– se tornó agria y cerrada; las fundaciones bancarias, con la complicidad del propio presidente (*Chairman*), Dieter Rampl, exigieron un cambio de rumbo y forzaron en votación abrumadoramente mayoritaria la salida de Profumo, y con él, el de alguno de sus más inmediatos colaboradores (entre ellos, Segio Ermotti, Director de *Corporate and Investment Bank*). El sucesor, Federico Ghizzoni, seguirá encontrándose con la oposición de las fundaciones en el consejo, que van seguir exigiendo más atención a los mercados locales y mejores dividendos, en lugar de más compras y salidas al exterior; oposición a la que tendrá que hacer frente con inteligencia y habilidad, puesto que es evidente que las luchas internas son un factor de desconfianza en las entidades y un peligro para su supervivencia. También, Ghizzoni ha visto recortados sus poderes con el nombramiento de un *General Manager*, Roberto Nicastro, para que asuma directamente el día a día de la banca al por menor (*retail banking*), lo que ha satisfecho enormemente a las fundaciones y a la sociedad en general, que en época de crisis considera que tiene más sentido centrarse en prevenir derrames de capital y liquidez con inversiones arriesgadas. En cualquier caso, en abril de 2010, Bossi reiteró que que-

ría otorgarle más participación a las fundaciones del norte, aunque Giavazzi, prestigioso Profesor de Milán, advirtió que ello podía poner en riesgo los estados financieros. Según este, Bossi, antes de otorgarles una mayor participación, debería tener en cuenta que el desastre bancario alemán, en concreto, del Landesbank de Sajonia, se ha debido a la influencia política de los funcionarios públicos de esta región de Alemania<sup>15</sup>.

#### 4. Análisis de los resultados<sup>16</sup>

Ya hemos dicho que en España la vía italiana ha tenido sus "fans". Se han explicado bien sus pasos y sus ventajas, y se ha concluido que dicha privatización ha beneficiado al conjunto del sistema financiero y que no ha disminuido la disponibilidad del crédito<sup>17</sup>. Pero los resultados que se proclaman no están ni mucho menos demostrados y hay otras variables a tener en cuenta. Así, si nos preguntamos por el éxito de la progresiva privatización de las cajas en Italia, habría que responder que eso depende del prisma desde el cual se mire. Desde el punto de vista de la expansión geográfica, podríamos decir que lo ha sido, pues se ha incrementado el número de mercados cubiertos; para los accionistas de los nuevos bancos, fue también, inicialmente (pues a partir de 2007 han sufrido graves pérdidas), todo un éxito, dado que al aumentar su tamaño se incrementaron los beneficios; a los bancos privados también les ha venido muy bien, pues las cajas, al dominar los mercados locales, eran un gran factor de competencia; finalmente, se ha introducido en la actividad de las cajas (hoy bancos) un elemento de control del mercado y de profesionalización de su gestión, lo que es muy de alabar.

Sin embargo, la creación de grandes bancos que operan con criterios de banca universal, y la eliminación de la banca vinculada a los intereses locales y a los pequeños y medianos empresarios ha respondido a algunos intereses, pero no está claro que haya beneficiado a la economía y a la sociedad italiana en su conjunto, que es a lo que el Gobierno tiene que atender. En particular, las reformas de

<sup>15</sup> Vid. <http://didattica.unibocconi.eu/mypage/index.php?IdUte=48751&id=11908&lingua=eng>. "La politica non dà credito". Giavazzi. 19/04/2010.

<sup>16</sup> Vid. "Diversidad en el sector bancario europeo. La actividad y el papel de las Cajas de Ahorro". 2009. Rym Ayadi, Reinhard H. Schmidt, Santiago Carbó Valverde, con Emrah Arbak y Francisco Rodríguez Fernández. *Centre For European Policy Studies*. Págs. 159-177.

<sup>17</sup> "Cajas a la italiana". Ángel Ubide. *El País-Negocios*. 30/01/2011.

los noventa en Italia han reducido el crédito a las PYME que, como en España, constituyen la parte fundamental del tejido productivo del país; de esta manera, para el agricultor de la Toscana o el pequeño tendero de Módena, al que le resulta más difícil acceder ahora al crédito<sup>18</sup>, la reforma no ha sido tan positiva (suele a veces decirse que la transformación del sistema de cajas en grandes entidades bancarias no determina la menor disponibilidad del crédito, pues con los megabancos aumenta el número de oficinas —Ángel Ubide—, pero es como lo que decía aquella señora que visitó la India y a la vuelta comentaba: “no sé por qué dicen que hay tanto hambre en la India, con la cantidad de restaurantes que había”). Por otra parte, con la expansión de los grandes bancos se ha visto diluida la cuantía destinada a Obra Social; tampoco se ha mejorado la eficiencia, pues los ratios de costes sobre ingresos han permanecido constantes (y altos) en los últimos veinte años<sup>19</sup>; y, finalmente, bancos como *Unicredit*, cegados por el ansia de dimensión, poder y rentabilidad, han venido realizando operaciones financieras arriesgadas y se han convertido en bancos sistémicos, no sólo para Italia, sino para toda Europa.

Es interesante ver, también, cómo en Italia, a pesar de la desconfianza hacia los políticos y de toda la transformación operada, los italianos han seguido valorando la institución de las cajas de ahorros. A modo de ejemplo, la *Casa di Risparmio delle Provincie Lombarde*, con sede en Milán desde 1983, que era la joya de la corona del ahorro europeo, emitió acciones, las colocó en la fundación, y esta las vendió en 1998 al grupo Intesa San Paolo; pero el banco ha mantenido las marcas regionales de las cajas en cada zona y ello le está permitiendo disfrutar de la importancia de la marca (*brand*) para los clientes locales y ganar cuota de mercado. Y es que la estructura y funcionamiento de cajas y bancos se sujetan a normas distintas, y tienen objetivos diferentes; la política de crédito de los grandes bancos ha sido siempre más objetiva, analítica y tecnificada que la de las cajas, vinculadas a los intereses locales y a pequeños y medianos empresarios; los grandes bancos, a diferencia de las cajas, se resisten a extender sus créditos a tenderos, cuya solvencia esté basada, más que en garantías reales, en

<sup>18</sup> En efecto, el informe *Diversidad en el sector bancario europeo, actividad y papel de las cajas de ahorros*, elaborado recientemente por el *Centre for European Policy Studies* (CEPS) ha señalado que el proceso italiano ha derivado en que “*las pymes lo logan más crudo para obtener financiación*”.

<sup>19</sup> El informe del CEPS también destaca que la reducción de firmas financieras que sufrió Italia —en España se ha pasado, por el momento, de 45 cajas a una docena y quedarán todavía menos— ha restado competitividad al sector, manteniendo un coste alto para el cliente y limitando aún más el crédito que se ofrece en situaciones de crisis.

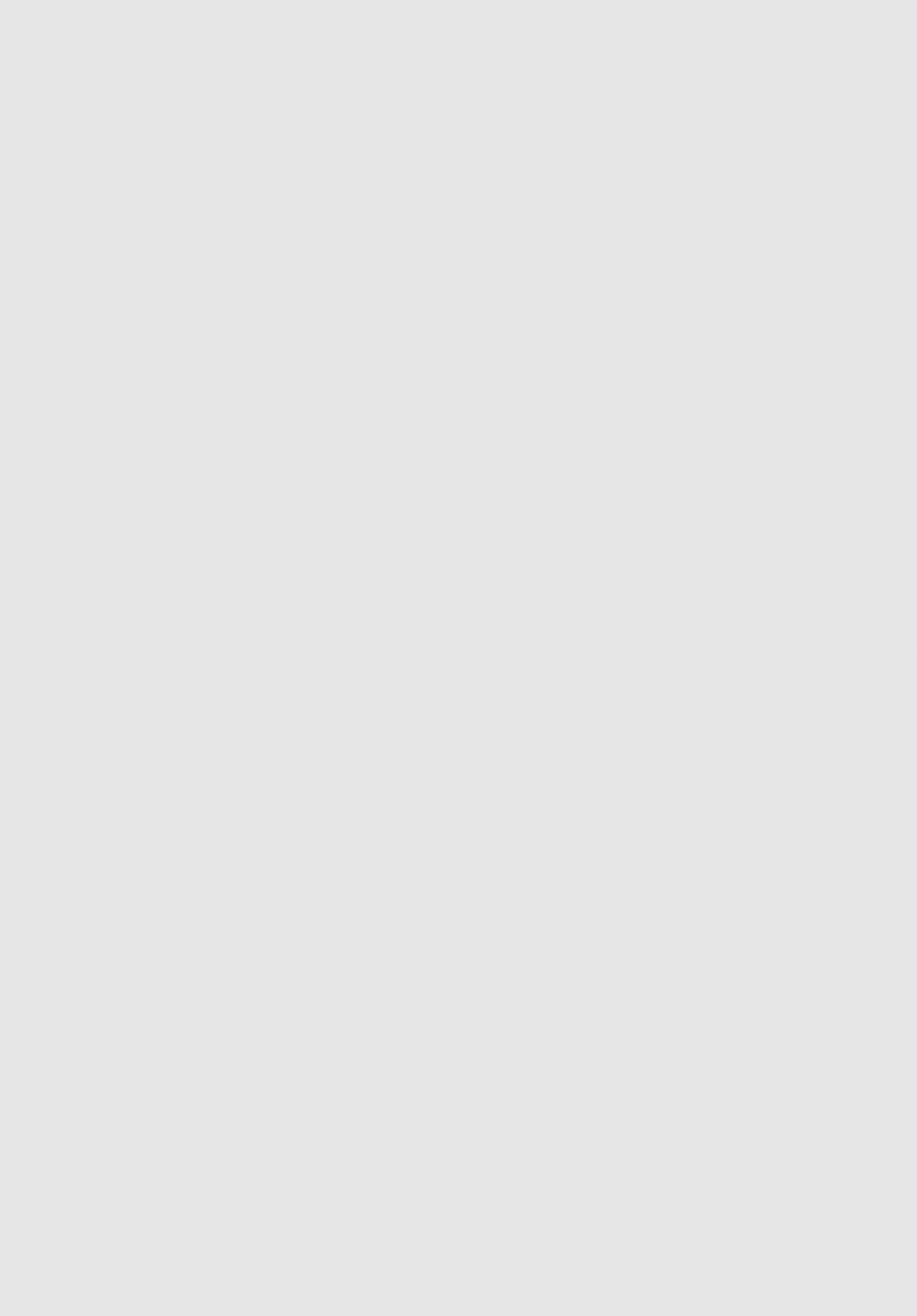
información local o personal (*soft information*) difícil de transmitir a través de la jerarquía. Este, además de la Obra Social, ha sido, en opinión de los viejos concededores del sector, una de las claves del éxito de las cajas, que por su cercanía a la gente y su arraigo e identificación con el territorio, han inspirado la confianza de los ciudadanos, como lo demuestra el hecho de que las cajas, también en España, han seguido manteniendo su cuota de mercado. Esto último demuestra que los problemas de las cajas no han derivado en una desconfianza hacia la institución. Por ello, porque la gente sigue deseando la existencia de una banca alternativa y porque realmente esta es necesaria y positiva para la economía y sociedad en su conjunto, como se ha visto en el caso de Italia, y aunque solo fuera por los efectos beneficiosos que reporta la competencia entre dos tipos de banca diferente, las cajas deben seguir existiendo.

En España, la conversión de cajas en fundaciones podría conducir a la primacía de la visión bancaria y sus objetivos de rentabilidad, eficiencia e internacionalización, como ha sucedido en Italia. Al mismo tiempo, los nuevos bancos podrían perder su arraigo popular y territorial, podría desaparecer la confianza y cercanía que hoy sienten las gentes hacia las cajas —esa banca alternativa difícil de mantener con entidades como *Unicredit*—, y la Obra Social —el alma de las cajas!— peligraría. El legislador español debió tener todo esto en cuenta cuando en el Real Decreto 11/2010 prescribía: “*Las Cajas de Ahorros podrán desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria, a la que aportarían todo su negocio financiero*” y, también, “*la entidad bancaria a través de la cual la Caja de Ahorros ejerza su actividad como entidad de crédito podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la Caja de Ahorros de la que dependa*”; asimismo, establecía que el nuevo banco se adheriría al FGD de las cajas, y no al de los bancos. Esto es, proponía la creación de una caja disfrazada de banco o, si se prefiere, de un banco que quería seguir llamándose caja; en cualquier caso, su intención era mantener el espíritu de la caja en los nuevos bancos creados, lo que hace también el nuevo Real Decreto (el de 2012) al disminuir un 25% (del 50% anterior) el porcentaje para que la caja pase a ser fundación tras la dilución producida por el incremento de capital.

Pues bien, esta política de preservar la institución, a nuestro juicio, debe ser mantenida y reforzada con una mejor y más adecuada regulación. En este sentido y entre otras cosas, debe precisarse cuál debe ser la función de las cajas en los bancos filiales, incorporándolas a la dirección estratégica de la política crediticia de los ban-

cos, pues solo así podrán actuar con prudencia, fieles a su naturaleza y no enloquecidas por una ambición de banca universal, y podrán evitarse problemas como los que se causaron en Italia al relegar a las fundaciones a la mera Obra Social. Asimismo, debe profundizarse en la profesionalización de la gestión de los bancos, pues de otra manera se hará imposible adquirir capital en los mercados y sería estéril la transformación de las cajas para su capitalización.

La secuencia de las fases en Italia no es algo que tuviera que ocurrir necesariamente en la forma en la que finalmente lo hizo. Por eso, y porque estamos todavía como en la fase de la Ley Amato en Italia, no permitamos que se avance más en el camino de la desaparición de las cajas; en Italia lo llevan intentando durante más de diez años, y aún la sociedad no lo ha asimilado del todo.



# Impacto de la prima de riesgo en la economía española

Juan Carlos Ureta\*

## 1. Prima de riesgo y coste de financiación de la economía

En el actual entorno de riesgo soberano al alza, es evidente que la prima de riesgo, entendida como el diferencial entre la rentabilidad del bono del Tesoro español y la del bono del Tesoro alemán (*bund*) a diez años, esto es, cuánto más le cuesta a un país financiarse respecto a la referencia sin riesgo, Alemania, ha cobrado especial relevancia. Un incremento en la prima de riesgo tiene indudablemente un impacto en la valoración de los activos españoles y asimismo en el coste de financiación de la economía española, por lo que, merece considerar, antes de nada, cuál ha sido la evolución en los últimos años de esta prima de riesgo.

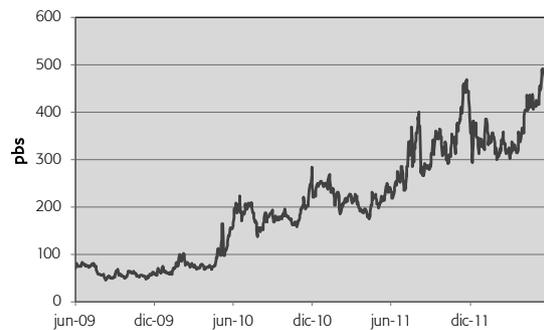
El diferencial España – Alemania (gráfico 1) ha repuntado desde junio de 2009 (últimos tres años) en torno a 465 puntos básicos (4,65 puntos porcentuales), al pasar de niveles cercanos a 70 puntos básicos a los actuales máximos históricos de 535 puntos básicos (datos a 1 de junio de 2012).

Sin embargo, más importante que el diferencial de deuda frente a Alemania en sí mismo, es la evolución del coste de financiación español, medido por la rentabilidad exigida al bono a diez años. Dada la actual consideración del *bund* alemán como activo “refugio” hay un enorme flujo de dinero que invierte en el *bund*, y en los demás bonos del Tesoro alemán, ya que dichos bonos les ofrecen, en un mundo lleno de incertidumbres, la seguridad

\* Presidente de Renta 4.

Gráfico 1

### DIFERENCIAL DEUDA ESPAÑA - ALEMANIA



de pago a su vencimiento. Además, hay también un factor especulativo. Quienes piensan que el euro se va a romper, creencia bastante extendida en el mundo anglosajón, invierten en bonos alemanes para aprovechar la hipotética subida de los futuros marcos alemanes en los que se denominarían los bonos del Tesoro alemán si efectivamente llegase a romperse la moneda única europea.

Estos dos factores, el factor “refugio” y el factor “especulación”, han llevado al *bund* a tipos de interés del 1,15% a fines de mayo y principios de junio de 2012.

Siendo esto así, el diferencial de 535 puntos básicos del bono español se traduce en un tipo de interés del 6,5%, un tipo sin duda elevado, pero muy inferior a los que Grecia, Portugal e Irlanda tenían en los momentos previos a sus respectivas peticiones de rescate a la Unión

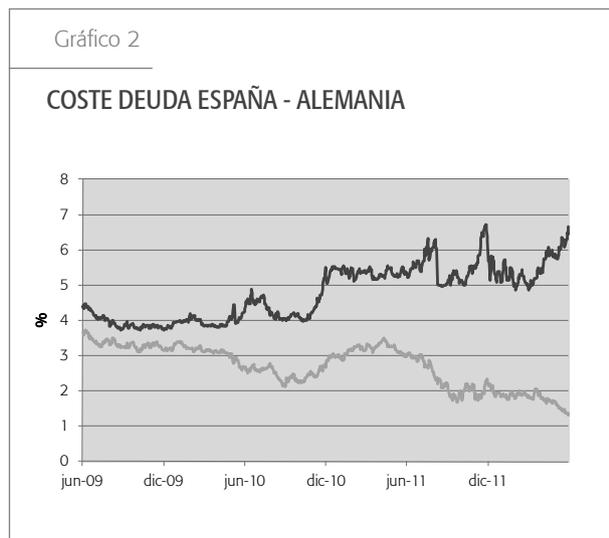
Europea. En los tres casos citados, los tipos de interés que llevaron a la petición de rescate fueron del entorno del 8,8%, siendo así que en el caso de Portugal su prima de riesgo previa al rescate estaba solo ligeramente por encima de los actuales 535 puntos de la española, pero en un momento en el que el tipo de interés del *bund* estaba en torno al 3,5%.

## 2. Impacto del mayor coste de financiación del Tesoro en la economía

En el caso español, la evolución de la prima de riesgo ha llevado al Tesoro a incrementar su coste de financiación en algo más de dos puntos porcentuales en los tres últimos años.

Como se observa en el gráfico 2, en los últimos tres años el coste de financiación ha pasado de niveles del 4,3% al 6,6% actual. En el mismo periodo, resulta llamativa la fuerte relajación en el coste de financiación de Alemania, en lo que cabe calificar como una “huida a la calidad” en medio de la elevada incertidumbre derivada de las deterioradas cuentas públicas de los países periféricos (entre ellos España) y de las necesidades de recapitalización del sistema bancario. De esta forma, Alemania ha reducido su coste de financiación desde niveles del 3,7% en junio de 2009 a tan sólo el 1,3% actual, un nivel que ni siquiera cubre la inflación esperada. Es decir, en el período contemplado, mientras el coste de financiación de España se ha incrementado en 2,3 puntos porcentuales, el alemán se ha reducido en la misma proporción.

Es obvio que ese coste adicional del Tesoro español tiene impactos muy significativos en el conjunto de la economía, más aun si está tan endeudada como la española.



El nivel de deuda de la economía española se sitúa alrededor del 400% en términos brutos y del 270% en términos netos, eliminando duplicidades. El endeudamiento de familias y empresas no financieras está ligeramente en torno al 210%, siendo la de las familias el 85% del PIB (0,85 billones de euros) y la de las empresas no financieras el 125% (1,24 billones de euros).

Si proyectamos a esas cifras un coste adicional de la deuda de más de dos puntos porcentuales, vemos que el impacto del sobrepago de intereses es superior al 5% sobre el PIB si tomamos la cifra neta, y de un 8% sobre el PIB si tomamos la cifra bruta, aunque es verdad que la deuda hipotecaria de las familias (0,66 billones de euros) en gran parte no se ve repercutida por la subida del coste financiero para el Tesoro, ya que está indiciada al euríbor o es a tipo fijo. En cualquier caso, es obvio el impacto contractivo en términos de demanda, tanto de consumo como de inversión, que tiene la sobrecarga de intereses provocada por repercusión que tiene en el coste de la deuda empresarial y familiar la elevación del coste de financiación del Tesoro.

Pero hay también un efecto sobre el valor de los activos, efecto que repercute en el balance de familias y empresas. Al subir los tipos baja el valor de los activos, ya que se descuentan los flujos futuros a un tipo de interés más elevado, y ese deterioro del balance de los agentes económicos genera un nuevo impacto contractivo en la demanda de consumo y de inversión.

Hay finalmente un impacto derivado del acceso al crédito. Una prima de riesgo tan elevada como la que actualmente tiene España, de más de 500 puntos, genera temores de rescate, y ese temor cierra los mercados financieros internacionales para nuestras empresas, nuestros bancos y nuestras familias. Es obvio que la actual restricción financiera que sufren nuestras empresas está penalizando de forma muy intensa a la economía española, y este es el punto principal en el que vamos a centrar el resto del artículo.

## 3. Impacto de la prima de riesgo en las compañías españolas

Ya hemos indicado cuál ha sido el incremento en el coste de financiación del Tesoro en términos generales (del 4,3% al 6,6% en los tres últimos años). Vamos ahora a ver qué impacto puede tener para las compañías españolas.

En este sentido, será relevante no sólo el incremento en el coste de financiación, sino también sobre qué volu-

men de deuda se aplica dicho coste incrementado. Para ello, nos concentraremos en los datos de deuda agregada de las compañías no financieras del Ibex 35, que en 2011 ascendió a cerca de 230.000 millones de euros.

Es una realidad que las compañías españolas siguen estando más apalancadas que la media europea. Si tomamos datos de cierre de 2011, vemos cómo, en términos relativos, el endeudamiento es muy superior en el caso de España. Una de las ratios de endeudamiento más vigiladas, la de Deuda neta sobre EBITDA (Beneficio operativo antes de intereses y amortizaciones), se situó a diciembre de 2011 en niveles de 2,76 veces en el caso de las empresas no financieras del Ibex 35 frente a las 1,47 veces que supuso la misma ratio para las empresas europeas que componen el índice Eurostoxx 50. Y las expectativas son de ampliación de este diferencial para el año en curso: con datos de consenso de 2012, la ratio de endeudamiento de las empresas españolas no financieras del Ibex se situará en niveles de 2,70 veces frente a 1,38 veces en el caso de las compañías europeas. Es cierto que el proceso de desapalancamiento de las empresas ha sido generalizado, permitiendo una reducción de las ratios de endeudamiento que, no obstante, ha sido superior en el caso europeo, mientras que en el español, la moderación del apalancamiento está siendo más limitada debido a la caída en el crecimiento del EBITDA. Las previsiones de consenso apuntan a que esta ratio se moderaría hasta 2,44 para el Ibex 35 en 2013 y 1,21 para el Eurostoxx 50 (tabla 1).

traremos en el grado de endeudamiento de las empresas cotizadas no financieras pertenecientes al Ibex 35, en torno a 230.000 millones de euros al cierre de 2011. Tomemos como hipótesis que el coste de financiación se incrementa durante 2012 en el mismo promedio que lo ha hecho durante los últimos tres años. Este incremento estaría en torno a 0,77 puntos porcentuales, resultado de dividir el incremento en coste de financiación de 2,3 puntos porcentuales registrado desde junio de 2009 hasta hoy. Podemos afirmar que un incremento de 77 puntos básicos (0,77 puntos porcentuales) en el coste de la deuda del conjunto de empresas no financieras del Ibex (simplificando al máximo y obviando factores de relevancia como la estructura de deuda, porcentaje a tipo fijo o cubierto y porcentaje a tipo variable, calendario de vencimientos de deuda, entre otros) supondría un coste adicional para las empresas del selectivo cercano a 1.760 millones de euros.

Esta cifra, medida sobre el conjunto del beneficio neto del Ibex 35 estimado para 2012, supondría un 7% del mismo (tabla 3).

Ampliando la muestra desde las compañías no financieras españolas del Ibex hasta el total de préstamos concedidos por la banca española a empresas españolas, 645.000 millones de euros, el incremento del coste de financiación sería cercano a los 5.000 millones de euros.

Ahora bien, no todos los sectores ni las empresas se ven impactados en igual medida por este incremento en

Tabla 1

	2011			2012e			2013e		
	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA
Ibex 35	229.588	83.297	2,76x	218.723	80.887	2,70x	209.223	85.774	2,44x
Eurostoxx 50	556.510	378.909	1,47x	530.448	384.033	1,38x	491.783	406.481	1,21x

Deuda neta y EBITDA en mill. de euros.  
 Datos de consenso.  
 Fuente: Thomson Financial.

Estos niveles agregados de endeudamiento esconden, no obstante, fuertes divergencias entre sectores cotizados (ver tabla 2).

Para ver el impacto que la subida de costes de financiación puede tener en las empresas españolas, nos cen-

el coste de financiación. Como es lógico, los sectores más apalancados serán los que más sufran. Entre ellos, podríamos destacar a las constructoras, aunque el grado de apalancamiento es también elevado en otros sectores como el de "utilities". Precisemos una vez más, no obstante, que el impacto final de un incremento del coste de finan-

Tabla 2

	DEUDA NETA 2011	DEUDA NETA 2012	DEUDA NETA 2013	EBITDA 2011	EBITDA 2012	EBITDA 2013	DN/EBITDA 2011	DN/EBITDA 2012	DN/EBITDA 2013
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, SA	13.882	12.940	12.268	2.454	2.571	2.686	5,66	5,03	4,57
ACCIONA	6.991	7.269	7.281	1.312	1.406	1.503	5,33	5,17	4,84
ACERINOX	887	1.041	1.069	341	448	548	2,60	2,32	1,95
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	9.334	8.985	9.142	2.318	2.722	2.898	4,03	3,30	3,15
GRIFOLS SA	2.738	2.642	2.387	473	763	877	5,79	3,46	2,72
ABENGOA	6.441	7.303	7.450	1.103	1.190	1.391	5,84	6,14	5,36
ENAGAS	3.440	3.575	3.676	886	942	1.022	3,88	3,79	3,60
ENDESA	11.073	7.991	5.319	7.265	6.907	7.069	1,52	1,16	0,75
FOMENTO CONSTRUCC Y CONTRATA	6.277	6.140	6.044	1.252	1.207	1.234	5,01	5,09	4,90
GAMESA CORP TECNOLOGICA SA	--	743	656	364	284	326	-	2,61	2,01
GAS NATURAL	17.294	15.926	15.099	4.645	4.818	4.958	3,72	3,31	3,05
GRUPO FERROVIAL	5.171	5.628	6.007	819	826	898	6,32	6,82	6,69
IBERDROLA	31.137	30.020	29.242	7.650	7.953	8.166	4,07	3,77	3,58
IBERIA	1.148	1.752	2.113	1.464	1.123	1.678	0,78	1,56	1,26
INDITEX	-3.465	-4.752	-5.822	3.258	3.730	4.134	-1,06	-1,27	-1,41
INDRA SISTEMAS S.A.	514	588	578	313	287	314	1,64	2,05	1,84
BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLES	-301	-324	-302	223	207	206	-1,35	-1,56	-1,47
TECNICAS REUNIDAS SA	-740	-730	-807	160	162	170	-4,64	-4,50	-4,74
TELECINCO	28	-43	-80	180	103	161	0,16	-0,41	-0,50
REPSOL-YPF	11.663	13.712	13.481	8.440	6.880	7.080	1,38	1,99	1,90
OBRASCON-HUARTE LAIN SA	5.435	5.457	5.641	1.219	1.287	1.377	4,46	4,24	4,10
AMADEUS IT HOLDING SA	1.852	1.561	1.219	1.039	1.087	1.163	1,78	1,44	1,05
CORPORACION MAPFRE SA									
TELEFONICA S.A.	62.176	55.198	53.164	23.697	21.617	21.815	2,62	2,55	2,44
ARCELORMITTAL	22.513	21.587	20.045	10.117	9.949	11.512	2,23	2,17	1,74
RED ELECTRICA	4.693	5.029	5.026	1.215	1.274	1.370	3,86	3,95	3,67
SACYR VALLEHERMOSO	8.831	8.977	8.956	533	566	591	16,57	15,86	15,16
DIA	576	509	372	558	578	628	1,03	0,88	0,59
TOTAL	229.588	218.723	209.223	83.297	80.887	85.774	2,76	2,70	2,44

ciación en los resultados de cualquier compañía tendrá mucho que ver con la gestión de la estructura financiera de la misma (deuda a corto plazo – largo plazo, tipo de interés fijo o cubierto – tipo de interés variable, ...).

#### 4. Consecuencias a nivel bursátil

A nivel bursátil, cabe destacar que el mercado sigue castigando a las compañías con elevado apalancamiento.

Un buen ejercicio consiste en comparar las cotizaciones actuales con los mínimos bursátiles anteriores (correspondientes a marzo de 2009). Las conclusiones que se extraen de dicha comparativa resultan muy ilustrativas: las empresas fuertemente endeudadas son las que mayor castigo bursátil acumulan, mientras que, por el contrario, aquellas compañías con posición neta de caja (sin deuda), con niveles de apalancamiento muy bajos, o elevados pero sostenibles dada su estructura de negocio (elevada generación de caja), son las claras triunfadoras bursátiles de los últimos tres años.

Tabla 3

	Prima de riesgo y beneficios empresariales
Incremento de coste de financiación junio 2009 - mayo 2012 (puntos básicos)	230
Media anual (puntos básicos)	77
Deuda neta 2011 (Ibex 35) (millones de euros)	229.588
Incremento costes de financiación (millones de euros)	1.760
Beneficio neto 2012 estimado (Ibex 35) (millones de euros)	24.057
Impacto en Beneficio neto del incremento de prima de riesgo	7%

Tabla 4

IBEX 35	CRISIS 2009-08 MÍNIMO	ACTUAL COTIZACIÓN	MÍN 2009-08 DIF VS
INDITEX	23,69	67,40	185%
FERROVIAL SA	3,11	7,98	157%
OBRASCON HUARTE	6,00	15,01	150%
TECNICAS REUNIDA	14,70	30,51	108%
GRIFOLS SA	9,64	19,32	100%
EBRO FOODS SA	8,35	13,04	56%
AMADEUS IT HOLDI*	11,00	15,43	40%
BANCO SANTANDER	3,84	4,80	25%
ENAGAS SA	10,67	13,29	25%
RED ELECTRICA	27,14	32,66	20%
ABERTIS	8,31	9,99	20%
MAPFRE SA	1,38	1,62	18%
BBVA	4,40	5,13	17%
CAIXABANK	2,05	2,35	15%
ABENGOA	8,65	9,73	12%
BOLSAS Y MERCADO	13,36	14,65	10%
REPSOL YPF SA	11,64	12,55	8%
GAS NATURAL SDG	8,49	8,99	6%
ACERINOX	8,10	8,21	1%
DISTRIBUIDORA IN*	3,50	3,48	0%
IBEX 35 INDEX	6.817,40	6.505,80	-5%
MEDIASET ESPANA	4,04	3,68	-9%
ARCELORMITTAL	12,01	10,96	-9%
ENDESA	13,96	12,45	-11%
TELEFONICA	12,73	9,75	-23%
IBERDROLA SA	4,46	3,36	-25%
ACCIONA SA	55,45	40,70	-27%
BANCO SABADELL	2,43	1,36	-44%
INDRA SISTEMAS	13,16	7,19	-45%
ACS	25,80	13,95	-46%
INTL CONS AIRLIN*	3,35	1,79	-47%
FCC	18,38	9,72	-47%
BANCO POPULAR	3,34	1,66	-50%
BANKINTER	5,46	2,42	-56%
BANKIA SA*	3,75	1,57	-58%
SACYR VALLEHERM	4,75	1,41	-70%
GAMESA	7,92	1,46	-82%

Nota: variaciones en precio de valores que en 2008-09 no cotizaban son respecto a sus precios de salida a bolsa.  
Bankia (19/7/2011): 3,75 eur/acc  
IAG (24/1/2011): 3,35 eur/acc  
Amadeus (28/4/2010): 11 eur/acc  
DIA (5/7/2011): 3,5 eur/acc

En este contexto de aversión por un excesivo endeudamiento es en el que numerosas compañías están optando por instrumentar políticas de desapalancamiento. Una de las principales vías de reducción de deuda la está constituyendo la venta de participaciones en empresas cotizadas, tal y como hemos podido apreciar en los últimos meses en varios casos distintos, y de forma especial en el de las constructoras.

Sirva de ejemplo la venta del 10% de Abertis y del 3,69% de Iberdrola por parte de ACS, que también se verá beneficiada por el pago de deudas a proveedores por parte de los ayuntamientos. Un caso similar sería el de Sacyr Vallehermoso, que recientemente se deshizo de un 10% de Repsol, la mitad de su participación en la petrolera permitiéndole reducir en 2.490 millones de euros su deuda (22% de su deuda total en el momento de la desinversión).

Asimismo, cabe destacar que no sólo están siendo objeto de venta las participaciones en empresas cotizadas por parte de compañías de construcción o concesiones, también las participaciones en negocios o proyectos específicos están constituyendo una fuente para obtener fondos que permitan reducir la deuda. Es el caso de Abertis, que durante 2012 ha procedido a la venta de un 37,19% del Túnel de Cádiz y un 16% de Eutelsat (reduciendo su participación en la compañía hasta niveles del 15%). O valga de ejemplo nuevamente ACS que en marzo de este año vendió el 23,5% de Clece y recientemente ha anunciado la venta de ciertos activos del negocio eléctrico en Brasil. Todo activo es susceptible de venta siempre y cuando permita obtener plusvalías para ser destinadas a mejorar la estructura financiera reduciendo deuda.

Estamos por tanto en un claro proceso de desapalancamiento que, si bien parece más claro en sectores como el constructor, afecta de lleno también al sector financiero.

El incremento del coste de financiación para España supone de forma directa un incremento del coste de financiación para las entidades bancarias en los mercados financieros mayoristas, en la medida en que éstas acuden a ellos para obtener liquidez con la que cubrir sus vencimientos y poder seguir adelante con su actividad. Una actividad comercial que se está viendo mermada con una caída de la concesión de crédito, relacionada tanto con el aumento del coste de financiación como con una menor demanda, en un contexto de recesión. El aumento del coste de financiación para las entidades presiona los márgenes y se traslada a la cuenta de resultados, mermando la capacidad de las entidades para generar beneficio y en nuestro caso concreto, poder hacer frente a un ámbito regulatorio más estricto y exigente. De este modo, y como ejemplo, hemos podido ver cómo entidades como Santander han procedido a la venta de negocios o parte de ellos, como el de banca-seguros en Latinoamérica, el de banca en Colombia o varias participaciones del capital de Santander Chile.

Hemos visto, por tanto, cómo el incremento de costes de financiación tiene un efecto directo en las

compañías españolas. Y como en el actual contexto de repunte de dicho coste, los inversores consideran en general especialmente relevante hacer una adecuada selección de compañías, primando aquellas con un

apalancamiento sostenible, dado su modelo de negocio (generación suficiente de "cash flow"), o incluso compañías sin deuda como Inditex, Bolsas y Mercados o Técnicas Reunidas.

# Panorámica empresarial

*Carlos Humanes*

## 1) FCC y Carrefour dicen adiós a Grecia con alzas bursátiles

La constructora española FCC y la distribuidora francesa Carrefour se apuntaron alzas relevantes en bolsa cuando anunciaron en junio que abandonan sus negocios en Grecia. La inestabilidad política y económica que vive el país ha llevado a estas dos compañías a hacer las maletas y los inversores lo han celebrado.

La compañía controlada por Esther Koplowitz anunció que su filial para Europa del Este, Alpine, se retira de Grecia para aumentar su fuerza en algunos de sus mercados clave como Alemania, Austria, República Checa y Polonia (donde ha construido algunos de los estadios que han acogido los encuentros de la Eurocopa de fútbol).

La filial de la constructora española ha dicho que el Gobierno griego acumula solo este año unos 20 millones de euros en impagos por obras ya realizadas, a la par que su auditor de cuentas le ha exigido la dotación de cinco millones de euros para amortiguar dicho impacto. Unas cifras que la compañía no está dispuesta a seguir soportando y con la decisión de abandonar Grecia, FCC se ha ganado el apoyo del mercado.

En el caso de Carrefour, es la crisis de consumo que atraviesa la República helena la que le ha invitado a abandonar el país. La firma gala ha preferido apuntarse en rojo 220 millones de euros por cese de actividad a seguir lidiando con un mercado donde la inestabilidad política y económica se conforman como las tónicas dominantes de su realidad cotidiana. La compañía francesa

ha traspasado a los dueños originarios su relevante paquete accionario en el grupo familiar Marinopoulos, con lo que se desliga de Grecia por completo.

Esta decisión, al igual que en el caso de FCC, fue bien recibida por el mercado bursátil, que impulsó al alza tanto la cotización como el volumen de acciones negociadas de Carrefour.

## 2) ENEL reduce su deuda gracias a ENDESA

La compañía estatal italiana ENEL ha dado un paso más en su plan para reducir su abultada deuda y lo ha hecho, también una vez más, a costa de su filial española, ENDESA. El grupo empresarial presidido por Borja Prado ha procedido a la venta de su marca en Irlanda, una de sus joyas de la corona, para aligerar en unos 382 millones de euros el balance financiero de su matriz.

La compañía energética italiana tiene previsto reducir su deuda neta hasta los 30.000 millones de euros al término de 2016, desde los 44.600 millones que adeudaba a sus acreedores y proveedores al cierre del pasado 2011. Según lo comunicado por ENEL, que tradicionalmente ha empleado el dividendo de su marca española para el pago de intereses, la operación de venta de ENDESA Ireland reportará al grupo unos 382 millones de euros -sujetos a cambios de valoración hasta el cierre de la gestión-, si bien el importe neto de la compra será de 270 millones de euros.

El comprador de ENDESA Ireland será la británica Scottish and Southern Energy, que ha formulado su oferta de adquisición por el total de los activos del grupo en el 'Tigre Celta'. Esto incluye la deuda de la filial, sus derechos de emisión de CO2 y sus 1.068 megavatios de potencia total instalada, representativos de un 12 por 100 del mercado eléctrico irlandés. La firma escocesa también se quedará, una vez se complete la operación en el tercer trimestre de este año -según lo estimado por ENEL-, con la planta de Great Island, todavía en construcción y cuya puesta en marcha estaba prevista para el ejercicio 2014.

La energética italiana opera en unos 40 países en todo el mundo y vende electricidad y gas a unos 61 millones de clientes. En el mercado español entró en el año 2007, cuando asumió fuertes préstamos para hacerse con la hasta entonces española ENDESA. Fruto de aquel endeudamiento es su actual estrechez financiera, apuntan los expertos, que ven en este factor el talón de Aquiles más evidente de la compañía.

Puesto que, a pesar de la venta de una importante filial del grupo, se recortará parte de deuda, los inversores han premiado con alzas cercanas al 4 por 100 tanto a ENDESA en Madrid como a ENEL en Milán.

### 3) La crisis del West LB alemán

Los alemanes también tienen su propia crisis bancaria. Se encuentra en la región de Renania del Norte-Westfalia (una de las zonas más industriales de Europa), responde al nombre de West LB y ahora tiene serios problemas para seguir adelante con el plan de saneamiento aprobado en Bruselas.

Durante la crisis financiera desatada por el banco estadounidense Lehman Brothers en otoño de 2008, el West LB atravesó serias dificultades. Esta confederación de cajas de ahorros alemanas, que cuenta con filiales en otros países como Brasil, requirió en su momento ayudas públicas para evitar la quiebra.

Los planes de las autoridades alemanas, en sintonía con la Comisión Europea, pasaban por trocear esta entidad y venderla a diferentes compradores. La lista de candidatos ha sido amplia, incluyendo desde otros landesbanken germanos hasta fondos de inversión con sede en EEUU, pasando por bancos chinos. No obstante, en multitud de ocasiones los interesados han terminado rechazando la compra tras encontrar irregularidades en las cuentas del

West LB, como ya sucedió a principios de 2011 con el China Development Bank.

Y esta historia se ha vuelto a repetir recientemente. Las autoridades de Renania del Norte-Westfalia (que pertenecen a los socialdemócratas del SPD) tenían, según el plan de Bruselas, hasta el 30 de junio para deshacerse de algunas unidades que la entidad tiene en venta, pero un agujero en la cartera de productos derivados del banco ha complicado las cosas, según informaciones del diario local Handelsblatt.

En concreto, la operación que se ha visto afectada ha sido la de la venta de la unidad Verbundbank al Hessen-Thuringen, un landesbanken alemán. Esta entidad no quiere asumir un paquete de derivados valorado en 4.200 millones de euros que encierra, a su vez, unas pérdidas de 300 millones de euros.

Según las últimas noticias publicadas por la prensa local al cierre de esta edición, el Hessen-Thuringen, más conocido como Helaba, podría acceder finalmente a comprar el paquete ofrecido por el West LB siempre y cuando 150 millones de euros de esas supuestas pérdidas corran a cuenta de las autoridades de Renania del Norte-Westfalia.

### 4) El regreso de Bañuelos siembra la incertidumbre en Amper

Tan solo un mes después de que el empresario Enrique Bañuelos entrase en el capital de Amper, esta compañía inició la negociación de un expediente de regulación de empleo (ERE) con sus empleados. Esta decisión, que da buena cuenta de la estrechez económica que sufre la compañía, provocó casi automáticamente descensos del 3 por 100 en su valor de mercado.

En el hecho relevante remitido por Amper a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tan solo se deja claro que la duración inicial del ERE será de doce meses, si bien no se especifica a qué número de empleados o en qué grado está previsto que afecte. Circunstancias que, aclara el comunicado, se "pasarán a negociar con la representación sindical" y que los más recelosos respecto a las intenciones de Bañuelos ya apuntan que serán estrictas, según descuentan distintos observadores.

Lo cierto es que los encargos del Ministerio de Defensa supusieron un 8 por 100 de los ingresos del grupo tecnológico Amper en 2011. Porcentaje que, a causa de

los recortes anunciados por el Ejecutivo español, podría descender bruscamente durante este ejercicio y que, a la luz del recurso al ERE, parecen notarse ya en las fábricas de la compañía.

Fuentes de Veremonte, el vehículo inversor de Enrique Bañuelos, han desmentido cualquier relación con este ERE, que ya estaba programado por la compañía antes de la llegada del empresario saguntino a su accionariado, pero más de un analista recela de esa desvinculación.

El empresario español, conocido por ser el fundador de la inmobiliaria Astroc, ahora rebautizada como Quabit, ha desempeñado parte de su carrera inversora con apuestas sobre compañías en apuros que ha procedido a sanear para después vender a terceros. El anuncio del ERE hizo que los rumores sobre el posible despiece de Amper se sucedieran entre varios gestores de Bolsa. Algunos llegan incluso a ver en los eventuales despidos el primer paso de una de las operativas de troceo dirigidas por Veremonte.

Hoy por hoy, Bañuelos cuenta con la participación del 9,238 por 100 en Amper que compró a Liberbank, pero está previsto que amplíe su peso hasta un 28,38 por 100 a través de una ampliación de capital que sus accionistas deben aprobar y que suscribiría de forma íntegra y exclusiva. Sin embargo, los más entusiastas con Bañuelos consideran que su desembarco en España, después de haber estado años centrado en Latinoamérica y en particular en el mercado inmobiliario brasileño, se produce con condiciones y señalan al ERE como su expresión más clara.

Con la llegada de Bañuelos, ya muchos analistas auguraron una fuerte remodelación en la compañía. Entre las apuestas que barajan los expertos está la vuelta del grupo a Latinoamérica (algo que ha sido confirmado por Veremonte), donde ya está presente a través de su filial eLandia, y la reestructuración de algunas de sus ramas de negocio. Ante la expectativa de estos cambios, la compañía tecnológica acumulaba un 22 por 100 de revalorización bursátil, desde comienzos de año hasta mediados de junio, lo que resulta excepcional dado el pésimo comportamiento del conjunto de la bolsa en este año 2012.

## 5) Los 'Angry Birds' seguirán fieles al fisco finlandés

La empresa creadora del famoso juego *Angry Birds*, la finlandesa Rovio, ha desmentido que vaya a trasladar

sus cuarteles generales a Irlanda. Un portavoz de la compañía ha declarado al medio finlandés *Talouselama* que sus declaraciones se han presentado "fuera de contexto".

Rovio tardó menos de un día en negar la noticia que publicó el *Irish Times*, sobre que los responsables de *Angry Birds* "estaban considerando" instalarse en Irlanda. Esta información ha levantado ampollas en Finlandia. Para un país con un déficit público del 1,2 por 100 y que es uno de los principales representantes de la línea dura de Europa contra los Estados más endeudados del sur, la reducción de ingresos públicos que supondría la marcha de una gran empresa como Rovio, ha generado mucho malestar y ha llevado a la empresa a rechazar una posible mudanza de su sede.

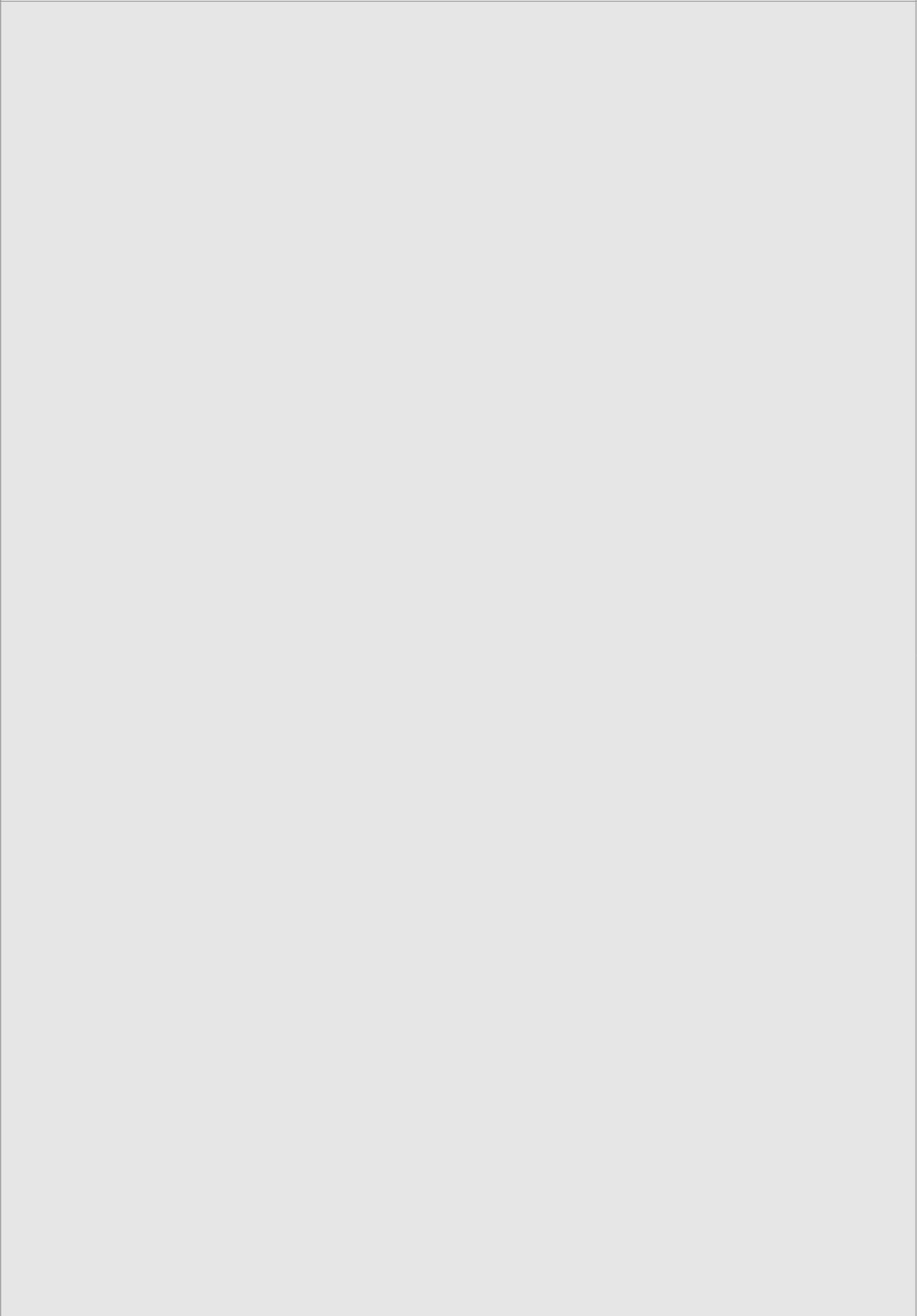
La revista estadounidense *Forbes* recogía en uno de sus blogs un artículo en el que valoraba una posible mudanza por parte de Rovio, destacando el aspecto impositivo. También se ponía de manifiesto que el tipo del impuesto de sociedades en Finlandia es del 24,5 por 100 mientras que en Irlanda es prácticamente la mitad (12,5 por 100), lo cual afecta directamente a la retribución a los accionistas, y que el traslado de un país de la Unión Europea a otro apenas supone trastorno burocrático.

A través de su vicepresidente de Desarrollo de producto, Ville Heijari, Rovio ha manifestado al portal de información tecnológica *Edge*: "Nuestra sede no se moverá de Finlandia", y ha añadido que el *Irish Times* ha situado las declaraciones "fuera de contexto, cuando correspondían a una conversación meramente especulativa".

No obstante, la empresa sí ha reconocido haber solicitado a las autoridades irlandesas "información" acerca de las oportunidades que el país ofrece a los negocios, "como el resto de compañías de nuestro sector, presumiblemente". Ejemplos de ello son gigantes como Apple o Microsoft.

A finales de abril, *The New York Times* señalaba que la manzana mordida llevaba a cabo sus gestiones financieras, incluidas sus inversiones, a través de su oficina en Reno (Nevada, EE.UU.), en vez de hacerlo a través de su sede en California, puesto que en Nevada no tiene los impuestos corporativos del 8,84 por 100 que sí rigen en Cupertino (California), donde Apple tiene su cuartel general. Una estrategia que también ha seguido Microsoft.

En el mismo sentido, no resulta extraño que la mayoría de las grandes empresas del sector (Apple, Microsoft, Amazon y Google) hayan instalado sus sedes europeas en Irlanda, la Nevada del Viejo Continente.



# Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS\*

## INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

Fecha de actualización: 30 de junio de 2012

A. Dinero y tipos de interés							
Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Abril	2012 Mayo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,9	1,7	2,2	2,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,4	0,9	1,4	0,7	0,6 <sup>(a)</sup>	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,3	1,4	2,0	1,3	1,2 <sup>(a)</sup>	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,9	4,3	5,4	5,8	6,3 <sup>(a)</sup>	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	5,0	3,7	5,0	5,3	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

**(a) Último dato a junio de 2012**

**Comentario "Dinero y tipos de interés":** Al cierre de junio, el Euribor a 3 y 12 meses se mantienen en el 0,6% y el 1,2%, respectivamente. Las expectativas apuntan a una posible rebaja de tipos del Banco Central Europeo en el corto plazo. Asimismo, el tipo de interés de la deuda española a 10 años se sitúa en el 6,2%, habiéndose reducido tras la cumbre Europea de finales de mes.

\* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (<http://www.funcas.es>) otros indicadores financieros.

**INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN**  
**"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"**

(Continuación)

B. Mercados Financieros							Definición y cálculo
Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Abril	2012 Mayo	
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	18,3	40,5	81,6	152,8	148,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	77,8	88,9	112,6	114,3	124,1	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,3	1,7	2,2	0,1	0,4	(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	4,6	2,9	3,3	3,9	2,5	(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	3,4	0,7	1,6	0,3	0,3	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	490,2	647,8	684,4	687,7	666,8	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	12,1	-0,8	-4,6	-10,6	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,1	4,3	1,6	7,2	6,6	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	973,6	1.003,7	857,7	707,5	718,5 <sup>(a)</sup>	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.319,2	10.200,7	9.734,6	7.011,0	7.102,2 <sup>(a)</sup>	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,1	9,8	9,7	11,4	-	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

\* Ver nota al final del cuadro

**INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN  
"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"**

(Continuación)

B. Mercados Financiero (Continuación)							
Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Abril	2012 Mayo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	-29,2	15,1	4,4	21,0	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	45,2	-43,9	59,24	-1,6	5,7	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	3,6	0,8	1,9	2,0	2,3	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	2,1	15,42	-15,8	33,1	6,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	-2,7	-31,88	-25,9	16,0	34,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

**(a) Último dato a 29 de junio de 2012**

**Comentario "Mercados financieros":** Durante el último mes se observa una ligera reducción en la contratación en operaciones simples al contado de letras del Tesoro, mientras que por el contrario se observa un ligero incremento en la contratación de bonos y obligaciones del Estado. Respecto del mercado bursátil, el IBEX-35 se sitúa en 7.102,2 puntos a finales de junio, mientras que el mes anterior cerró en 7.011,0 puntos. Finalmente, se observa una ligera reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35, mientras que por otro lado, se observa un aumento de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35.

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio							
Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Marzo	2012 Abril	Definición y cálculo
22. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,7	0,3	-3,8	0,1	-1,0	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	10,5	0,8	-5,3	0,3	-1,3	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	10,2	-6,8	5,2	3,2	-1,7	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	16,0	-2,0	41,0	-0,7	0,5	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

\* Ver nota al final del cuadro

**INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN  
"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"**

(Continuación)

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio (Continuación)							
Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Marzo	2012 Abril	Definición y cálculo
26. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,5	-1,5	-4,3	-7,6	-8,6	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	28,3	16,2	28,3	0,7	3,4	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	-0,3	2,5	-15,7	8,7	-18,9	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	11,0	-6,4	37,9	-0,2	-2,0	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, referido a abril de 2012 muestra una reducción del crédito al sector privado del 1,0% y de los depósitos del 1,3%. Asimismo, se observa un nuevo incremento del crédito dudoso del 3,4% respecto del mes precedente, en un entorno de empeoramiento de las condiciones macroeconómicas

\* Ver nota al final del cuadro

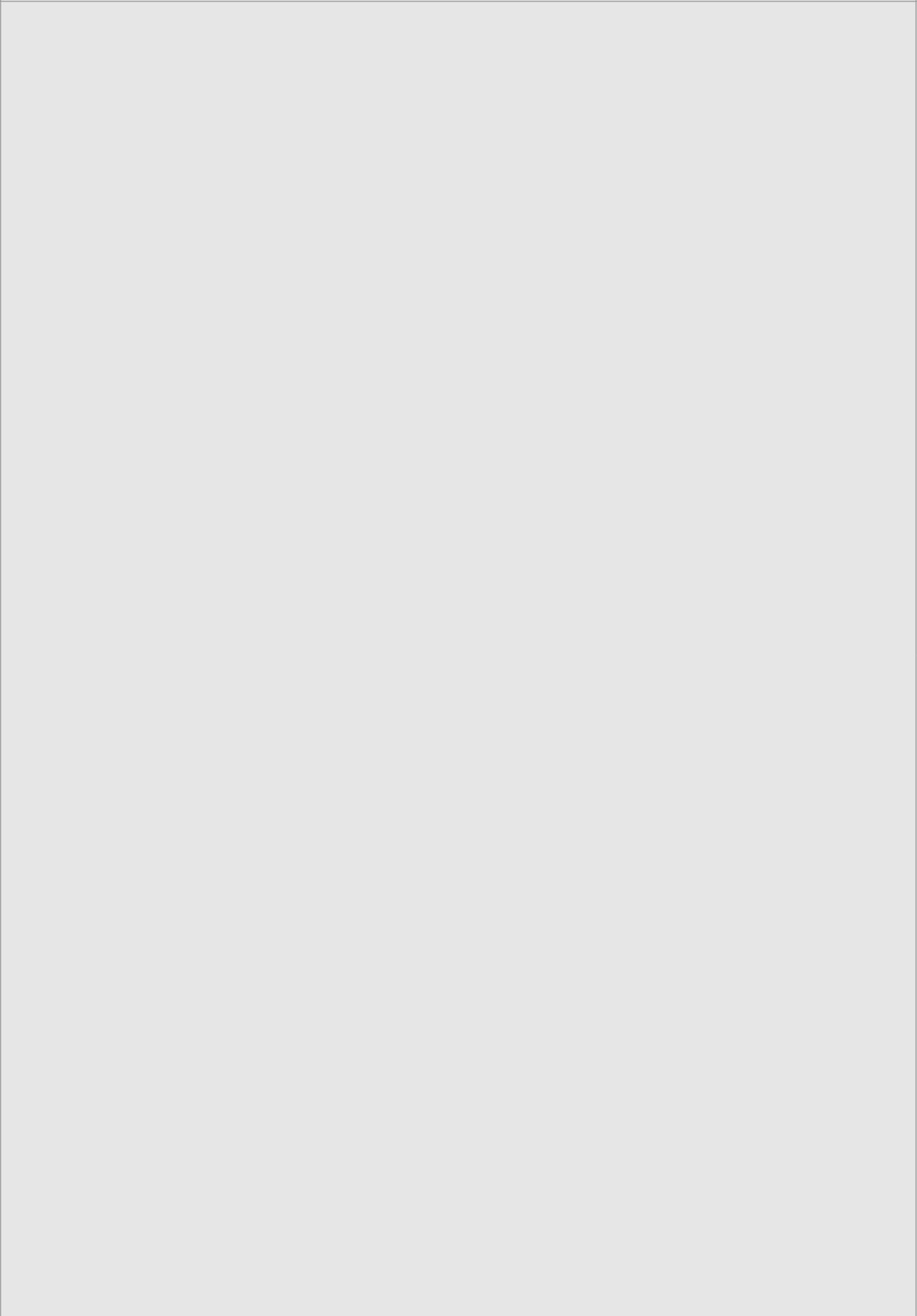
**INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO\*: SELECCIÓN**  
**"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"**  
 (Continuación)

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema							
Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Septiembre	2011 Diciembre	Definición y cálculo
30. Número de entidades de depósito españolas	BE	207	192	188	192	194	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
31. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	59	88	88	88	86	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
32. Número de empleados	BE	243.228	263.093	257.578	-	243.041	Número total de empleados del sector bancario.
33. Número de oficinas	BE	43.329	44.085	42.894	40.390	39.843	Número total de oficinas del sector bancario.
34. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de Euros)	BE	358.753	575.400	473.173	385.451	347.195 <sup>(a)</sup>	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
35. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de Euros)	BE	45.126	76.104	66.986	69.299	287.813 <sup>(a)</sup>	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España
36. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo. (millones de Euros)	BE	20.385	2.800	22.196	32.965	9.204 <sup>(a)</sup>	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

**(a): Último dato a abril de 2012.**

**Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema:** En el mes de abril, se constata el aumento de la apelación al Eurosistema de las entidades de depósito españolas, que concentran alrededor del 83% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la Eurozona.

\* El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (<http://www.funcas.es>) otros indicadores financieros.



## Más Europa, aunque sin gran entusiasmo. La opinión de los españoles ante la Unión Europea

María Miyar Busto y María Ramos Martín\*

Desde que los signos de la crisis económica comenzaron a hacerse patentes en 2008 y, en particular, desde que en la primavera de 2010, tras el estallido de la crisis de la deuda griega, el Gobierno español adoptara medidas restrictivas del gasto público, la Unión Europea –sus instituciones y sus principales representantes– ha pasado al primer plano de la agenda de los medios de comunicación y del debate público en España. La información que proveen las encuestas disponibles a la altura del verano de 2012 no permite afirmar concluyentemente si esa mayor presencia de la Unión Europea en la información política y económica de los dos últimos años ha ido de la mano de un cambio sustantivo de su percepción y valoración social. Sí disponemos, en cambio, de datos de encuesta suficientes para delinear esa percepción y valoración en el verano de 2010, cuando el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) realizó la última encuesta monográfica sobre la Unión Europea (estudio 2.838)<sup>1</sup>. Complementados con los de otras encuestas realizadas en los años 2006, 2008, 2009 y 2011<sup>2</sup>, los datos del citado estudio arrojan luz sobre dimensiones cognitivas,

instrumentales y afectivas de la opinión pública española ante la Unión Europea.

Como las siguientes páginas pondrán de manifiesto, a mediados de 2010, España emprendió la senda del ajuste con una importante reserva de legitimidad social respecto de la Unión Europea. Esa reserva puede haberse traducido en un margen de confianza hacia la Unión Europea para gestionar la crisis y contribuir a superarla, y en un amortiguador del desgaste de crédito sufrido por prácticamente todas las instituciones políticas y económicas en los últimos años.

### 1. Limitado interés informativo y escaso grado de información

A la luz de los datos de encuesta recogidos en junio de 2010, sólo unas semanas después de que, ante la creciente presión de los mercados y las instituciones europeas, el Gobierno español publicará el decreto de medidas extraordinarias para la reducción del déficit público, más de la mitad de los españoles mostraban poco o ningún interés informativo en la Unión Europea. El 46 por ciento de los entrevistados declaraba que las noticias referidas a la Unión Europea les interesaban mucho o bastante, pero el 54 por ciento afirmaba interesarse poco o nada (cuadro 1). Los hombres y los encuestados del grupo de edad entre 35 y 44 se perfilaban como los más interesados. Pero, a estos efectos, la variable “nivel educativo” destacaba como la más influyente: mientras que entre los entrevistados con estudios universitarios la proporción de interesados superaba los dos tercios, no

\* Departamento de Sociología II (Estructura Social) de la UNED y Centro de Estructuras Sociales Comparadas (UNED).

<sup>1</sup> El cuestionario fue administrado personalmente en el domicilio de 2.479 individuos mayores de 18 años, de ambos sexos, residentes en todo el territorio nacional, para un nivel de confianza del 95,5 por ciento, y asumiendo que  $p=q$ , el error muestral es  $\pm 2,0$  por ciento para el conjunto de la muestra (bajo el supuesto de muestreo aleatorio simple).

<sup>2</sup> Concretamente, los barómetros de opinión 2.920 (noviembre de 2011), 2.820 (noviembre de 2009), 2.807 (junio de 2009), 2.763 (mayo de 2008) y 2.641 (mayo de 2006), todos ellos con muestras representativas de la población española que oscilan entre los 2.400 y los 3.500 entrevistados.

Cuadro 1

**INTERÉS POR LAS NOTICIAS RELACIONADAS CON LA UNIÓN EUROPEA, POR SEXO, EDAD Y NIVEL DE ESTUDIOS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]**

	Mucho	Bastante	Poco	Nada	Ns/Nc
<b>Sexo</b>					
Hombres	11	38	34	16	1
Mujeres	8	34	37	21	1
<b>Edad</b>					
18 a 24	5	29	46	20	0
25 a 34	9	34	40	16	0
35 a 44	12	40	36	12	1
45 a 54	12	42	35	11	0
55 a 64	11	40	30	17	1
65 y más	6	29	28	35	2
<b>Nivel educativo</b>					
Primaria o menos	5	25	34	34	1
Secundaria	4	33	42	21	0
FP1	9	39	34	16	3
Secundaria Su- perior	11	43	36	9	1
FP2	15	39	37	8	0
Universitarios	19	48	28	5	0
<b>Total (% vertical)</b>	10	36	35	19	1

Pregunta: ¿Podría decirme si a Ud., personalmente, las noticias relacionadas con la Unión Europea le interesan mucho, bastante, poco o nada?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

Cuadro 2

**INTERÉS POR LAS NOTICIAS RELACIONADAS CON LA UNIÓN EUROPEA (2006-2010)**

	Mayo 2008	Junio 2009	Noviembre 2009	Junio 2010
Bastante o mucho	41	41	43	46
Poco o nada	58	58	56	54
Ns/Nc	1	1	1	1
N (entrevistados)	2.472	3.459	2490	2.479

Pregunta: ¿Podría decirme si a Ud., personalmente, las noticias relacionadas con la Unión Europea le interesan mucho, bastante, poco o nada?

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.763, 2.807, 2.820 y 2.838 del CIS.

llegaban al 35 por ciento los que reconocían semejante interés en el grupo de los encuestados con estudios de educación primaria o inferiores.

Como se desprende del cuadro 2, el patrón de interés informativo en la Unión Europea se ha mantenido bastante estable entre 2008 y 2010, aunque con una tendencia tímidamente creciente con el tiempo. Teniendo en cuenta el limitado interés por las noticias relativas a la Unión Europea, apenas sorprende que buena parte de los españoles se declaren poco informados sobre las cuestiones europeas. En el verano de 2010, casi dos tercios de los encuestados se consideraban poco o nada informados sobre los asuntos relacionados con la Unión Europea, tanto más, cuanto menos cualificación educativa reconocían. Con todo, aproximadamente la mitad de los entrevistados con estudios universitarios admitía esa escasez o falta de información.

Cuadro 3

### GRADO DE INFORMACIÓN SOBRE ASUNTOS RELACIONADOS CON LA UNIÓN EUROPEA, POR NIVEL DE ESTUDIOS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]

	Bastante o muy informado	Poco o nada informado	Ns/Nc
Primaria o menos	18	80	2
ESO o bachiller elemental	25	74	1
Formación profesional de grado medio	32	68	1
Bachillerato de LOGSE	45	54	1
Formación profesional de grado superior	44	56	0
Estudios universitarios	55	45	0
Total (% vertical)	35	65	1

Pregunta: ¿Hasta que punto se considera Ud. informado/a sobre los asuntos relacionados con la Unión Europea: muy informado, bastante, poco o nada informado/a?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

## 2. Mayoritariamente a favor de la Unión Europea

Curiosamente, pese a la falta de interés informativo por los asuntos europeos, una sólida mayoría de los españoles mantenía en 2010 una postura claramente favorable respecto a la UE. En efecto, más de dos tercios de los entrevistados se declaraban a favor, en mayor o menor grado, mientras que sólo uno de cada diez se manifestaba en contra (cuadro 4). Entre los universitarios se observaban, de nuevo, los porcentajes más altos, con un 85 por ciento a favor. Pero el apoyo a la Unión Europea resultaba mayoritario incluso entre los entrevistados con menos estudios. Además, como se advierte

Cuadro 4

### ACTITUD HACIA LA UNIÓN EUROPEA, POR NIVEL DE ESTUDIOS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]

	A favor	Ni a favor ni en contra	En contra	Ns/Nc
Primaria o menos	51	26	11	12
ESO o bachiller elemental	66	16	13	5
Formación profesional de grado medio	66	19	9	6
Bachillerato de LOGSE	80	10	8	2
Formación profesional de grado superior	74	11	12	3
Universitarios	84	7	6	3
Total (% vertical)	68	16	10	6

Nota: se han unido las respuestas "muy a favor", "bastante a favor" y "algo a favor", y las respuestas "muy en contra", "bastante en contra" y "algo en contra". Pregunta: En estos momentos, ¿cuál es su actitud hacia la Unión Europea: está Ud. muy a favor, bastante a favor, algo a favor, algo en contra, bastante en contra o muy en contra?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

Cuadro 5

**ACTITUD HACIA LA UNIÓN EUROPEA (2008-2010)**

	Mayo 2008	Junio 2009	Noviembre 2009	Junio 2010
A favor	63	73	71	68
Ni a favor ni en contra	20	15	16	16
En contra	11	8	10	10
Ns/Nc	6	4	3	6
N (entrevistados)	2.472	3.459	2.490	2.479

Pregunta: En estos momentos, ¿cuál es su actitud hacia la Unión Europea: está Ud. muy a favor, bastante a favor, algo a favor, algo en contra, bastante en contra o muy en contra?

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.763, 2.807, 2.820 y 2.838 del CIS.

por los muy reducidos números de entrevistados contrarios a la Unión Europea, la alternativa al posicionamiento favorable no es el rechazo, sino más bien la indiferencia (“ni a favor ni en contra”).

La actitud favorable hacia la Unión Europea se mantenía, por tanto, en un momento en el que las instituciones europeas ya habían evidenciado su protagonismo en la gestión de la crisis y su voluntad de impulsar medidas de racionalización de las economías más afectadas, entre ellas la española. Como se aprecia en el cuadro 5, la distribución de opiniones a favor y en contra de la Unión

Europea mantuvo durante los dos primeros años de la crisis una notable estabilidad.

### 3. Ciudadanos europeos, pero sobre todo españoles

La patente actitud positiva de los españoles hacia la Unión Europea no se traduce, sin embargo, en intensos sentimientos de ciudadanía europea. La identidad europeísta se comparte, en todo caso, con la española.

Cuadro 6

**SENTIMIENTO DE CIUDADANÍA EUROPEA (2006-2010)**

	Mayo 2006	Junio 2009	Junio 2010
Sobre todo ciudadano/a europeo/a	6	5	6
Sobre todo ciudadano/a español/a	52	58	54
Ciudadano/a europeo/a y español/a al mismo tiempo	32	30	34
Ninguna de las respuestas anteriores	9	6	6
Ns/Nc	1	1	1
N (entrevistados)	2.473	3.459	2.479

Pregunta: “En la actualidad, ¿Ud. se siente...?”

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.641, 2.807 y 2.838 del CIS.

Cuadro 7

**SENTIMIENTO DE CIUDADANÍA EUROPEA, POR NIVEL DE ESTUDIOS (2010)**

	Sobre todo ciudadano/a europeo/a	Sobre todo ciudadano/a español/a	Ciudadano/a europeo/a y español/a al mismo tiempo	Ninguna de las respuestas anteriores	Ns/Nc
Primaria o menos	2	68	25	4	1
ESO o bachiller elemental	5	61	28	5	1
FP grado medio	6	52	32	9	1
Bachillerato de LOGSE	9	47	39	5	1
FP grado superior	6	46	40	6	1
Estudios universitarios	10	33	47	9	1
Total (% vertical)	6	54	34	6	1

Pregunta: En la actualidad, ¿Ud. se siente...?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS

Diferentes encuestas realizadas en los últimos años ponen consistentemente de manifiesto que más de la mitad de los españoles se sienten, sobre todo, ciudadanos de España (cuadro 6). El sentimiento de ciudadanía española-europea se halla menos extendido, pero es entre cinco y seis veces más frecuente que el exclusivamente europeo. Los datos ponen, una vez más, de relieve que los más formados proporcionan el terreno más fértil para el desarrollo de sentimientos europeístas: mientras casi la mitad de los universitarios declaran sentirse simultáneamente españoles y europeos, la

proporción correspondiente entre quienes sólo han cursado estudios primarios se queda en una cuarta parte (cuadro 7).

Como muestran los datos presentados en el cuadro 8, las actitudes hacia la Unión Europea no son independientes del sentimiento de ciudadanía. El peso relativo, indicador que se utiliza en ese cuadro, ofrece una medida de influencia de una variable (en este caso, el sentimiento de ciudadanía) en otra (la actitud hacia la Unión Europea), tomando como referencia el total de la población. Así,

Cuadro 8

**RELACIÓN ENTRE EL SENTIMIENTO DE CIUDADANÍA EUROPEA Y EL POSICIONAMIENTO A FAVOR O EN CONTRA DE LA UNIÓN EUROPEA (2010) [PESOS RELATIVOS]**

	Sobre todo ciudadano/a europeo/a	Sobre todo ciudadano/a español/a	Ciudadano/a europeo/a y español/a al mismo tiempo
A favor	129	86	122
Ni a favor ni en contra	34	126	59
En contra	46	137	36

Preguntas: "En la actualidad, ¿Ud. se siente...?" y "En estos momentos, ¿cuál es su actitud hacia la Unión Europea: está Ud. muy a favor, bastante a favor, algo a favor, algo en contra, bastante en contra o muy en contra?"

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

Cuadro 9

**VALORACIÓN DEL EFECTO DE LAS DECISIONES DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LOS ESPAÑOLES 2008-2010**

	Mayo 2008	Noviembre 2009	Junio 2010
Mucho o bastante	73	72	78
Poco o nada	18	21	16
NS/NC	9	7	6
Total	100	100	100
N (entrevistados)	2.472	2.490	2.479

Pregunta: ¿En qué medida cree Ud. que las decisiones que se toman en el seno de la Unión Europea afectan a la vida de los españoles: mucho, bastante, poco o nada?

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.763, 2.820 y 2.838 del CIS.

por ejemplo, el peso relativo de 122 que aparece en el cuadro significa que el sentimiento de ciudadanía española-europea es algo más de un 20 por ciento más frecuente entre quienes están a favor de la Unión Europea que en el conjunto de la población. El sentimiento de identidad europea y las actitudes favorables se refuerzan recíprocamente.

#### 4. La importancia de la Unión Europea para España y la importancia de España en la Unión Europea

Cuatro de cada cinco encuestados perciben que las decisiones tomadas en la Unión Europea afectan bastante o mucho a la vida de los españoles. Si bien ni las actitudes hacia la Unión Europea ni el sentimiento de ciudadanía europea habían dado muestras de sufrir cambios sustantivos desde el inicio de la crisis hasta el verano de 2010, en ese periodo sí parece haberse reforzado la conciencia cuánto influyen las decisiones europeas en nuestras vidas. De los datos del cuadro 9 se desprende una ligera tendencia al aumento de los ciudadanos que perciben que estas decisiones nos importan bastante o mucho.

La percepción sobre la influencia de las decisiones de la Unión Europea en nuestras vidas es claramente mayoritaria en todos los grupos de sexo, edad y nivel educativo, pero cobra todavía mayor relieve entre los más educados (cuadro 10).

La fuerza que la Unión Europea posee en el imaginario colectivo de los españoles como institución supranacional en la que se integra España queda patente cuando se pregunta por la situación hipotética de una España fuera de la Unión Europea: sólo un 15 por ciento de los encuestados creía en junio de 2010 que España estaría mejor, frente a un 44 por ciento que pensaba que la situación empeoraría. Nuevamente, el proeuropeísmo parece más pronunciado entre quienes han alcanzado niveles de estudios más altos. Dos tercios de los universitarios y la mitad de quienes han cursado estudios secundarios superiores manifestaron que las cosas irían peor si no estuviéramos en la Unión Europea, proporción que se reducía a un tercio entre quienes contaban como máximo con estudios primarios (cuadro 11).

En el cuadro 12 se calculan los pesos relativos, análogamente a como se ha hecho en el cuadro 8, entre la valoración de la situación de España en caso de que no perteneciera a la Unión Europea y las actitudes a favor o en contra de la Unión Europea. Como cabría esperar, estos datos muestran, que la perspectiva de un empeoramiento de la situación española abundaba más entre quienes albergan actitudes positivas hacia la Unión Europea. Pero lo que más destaca de este cuadro es la fuerte relación entre la valoración de que España estaría mejor si no estuviera en la Unión Europea y las actitudes contrarias a ella. Parece, pues, que mientras albergar actitudes favorables hacia la Unión Europea se relaciona en un grado similar, tanto con el sentimiento de ciudadanía europea como con una percepción de beneficios para España, mantener actitudes negativas se relaciona muy fuertemente con la idea de que la pertenencia de

Cuadro 10

**VALORACIÓN DEL EFECTO DE LAS DECISIONES DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LOS ESPAÑOLES, POR NIVEL DE ESTUDIOS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]**

	Mucho	Bastante	Poco	Nada	Ns/Nc
Primaria o menos	20	46	17	3	15
ESO o bachiller elemental	31	49	14	4	2
Formación profesional de grado medio	28	52	15	1	4
Bachillerato de LOGSE	33	51	13	2	2
Formación profesional de grado superior	36	50	9	0	5
Estudios universitarios	37	49	12	0	1
Total (% vertical)	29	49	14	2	6

Pregunta: ¿En qué medida cree Ud. que las decisiones que se toman en el seno de la Unión Europea afectan a la vida de los españoles: mucho, bastante, poco o nada?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

Cuadro 11

**VALORACIÓN DE LA SITUACIÓN DE ESPAÑA SI NO PERTENECIERA A LA UNIÓN EUROPEA, POR NIVEL DE ESTUDIOS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]**

	Mejor	Igual	Peor	Ns/Nc
Primaria o menos	19	21	30	30
ESO o Bachiller elemental	19	25	38	18
Formación Profesional de grado medio	21	21	38	20
Bachillerato de LOGSE	13	25	52	10
Formación Profesional de grado superior	14	19	53	14
Estudios Universitarios	6	17	65	11
Ns/Nc	0	50	25	25
Total (% vertical)	15	22	44	19

Pregunta: Si España no perteneciera a la Unión Europea, ¿cómo cree Ud. que nos irían las cosas: mejor, igual o peor que ahora?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

España a la Unión Europea le provoca perjuicios. Ello apunta a la existencia de un núcleo duro, pequeño pero muy contundente, de antieuropeístas.

La tendencia ascendente, antes apuntada, a atribuir efectos importantes a las decisiones que adopta la Unión

Europea cursa con otra descendente relativa a la influencia de España en la Unión Europea. Casi tres de cada cuatro encuestados opinaban en junio de 2010 que España influye poco o nada en las decisiones que se toman en la Unión Europea, cifra apreciablemente más alta que las recogidas en años previos (cuadro 13).

Cuadro 12

**RELACIÓN ENTRE LA VALORACIÓN DE LA SITUACIÓN DE ESPAÑA SI NO PERTENECIERA A LA UNIÓN EUROPEA Y EL POSICIONAMIENTO A FAVOR O EN CONTRA DE LA UNIÓN EUROPEA (2010) [PESOS RELATIVOS]**

	Si España no perteneciera a la Unión Europea estaría ...		
	Mejor	Igual	Peor
A favor de la UE	45	100	129
Ni a favor ni en contra	166	110	44
En contra	353	100	28

Pregunta: Si España no perteneciera a la Unión Europea, ¿cómo cree Ud. que nos irían las cosas: mejor, igual o peor que ahora?  
Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2010) del CIS.

Cuadro 13

**VALORACIÓN DE LA INFLUENCIA DE ESPAÑA EN LA UNIÓN EUROPEA**

	Mayo 2006	Mayo 2008	Noviembre 2009	Junio 2010
Mucho o bastante	26	22	20	16
Poco o nada	62	65	70	73
NS/NC	12	13	10	10
N (entrevistados)	2.473	2.472	2.490	2.479

Pregunta: Cree Ud. que España influye mucho, bastante, poco o nada sobre las decisiones de la Unión Europea?  
Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.641, 2.763, 2.820 y 2.838 del CIS.

## 5. La crisis: La Unión Europea y el gobierno español

En el debate sobre la responsabilidad de la crisis económico-financiera son pocas las instituciones que se salvan. En el gráfico 1 se presenta la opinión de los encuestados sobre la responsabilidad de una serie de instituciones en la situación de la economía española, según una encuesta del CIS de noviembre de 2011. Para una mayor claridad expositiva, se han agregado las

puntuaciones de la escala utilizada (0: "no tiene ninguna responsabilidad"; 10: "tiene mucha responsabilidad") en cuatro categorías: 0-4, 5-7, 8-9, y 10. Más de la mitad de los encuestados asignaron 8 o más puntos a la hora de valorar la responsabilidad de todas las instituciones. Con todo, son los bancos los que se llevaron la peor valoración: la mitad de los encuestados no dudó en asignarles la máxima responsabilidad (10); y cuatro de cada cinco les atribuyeron una responsabilidad de una intensidad no menor de 8 puntos. En este reparto de responsabilidad, la Unión Europea no destaca en sentido negativo; de hecho, es la institución que registró un menor porcentaje de respuestas extremas.

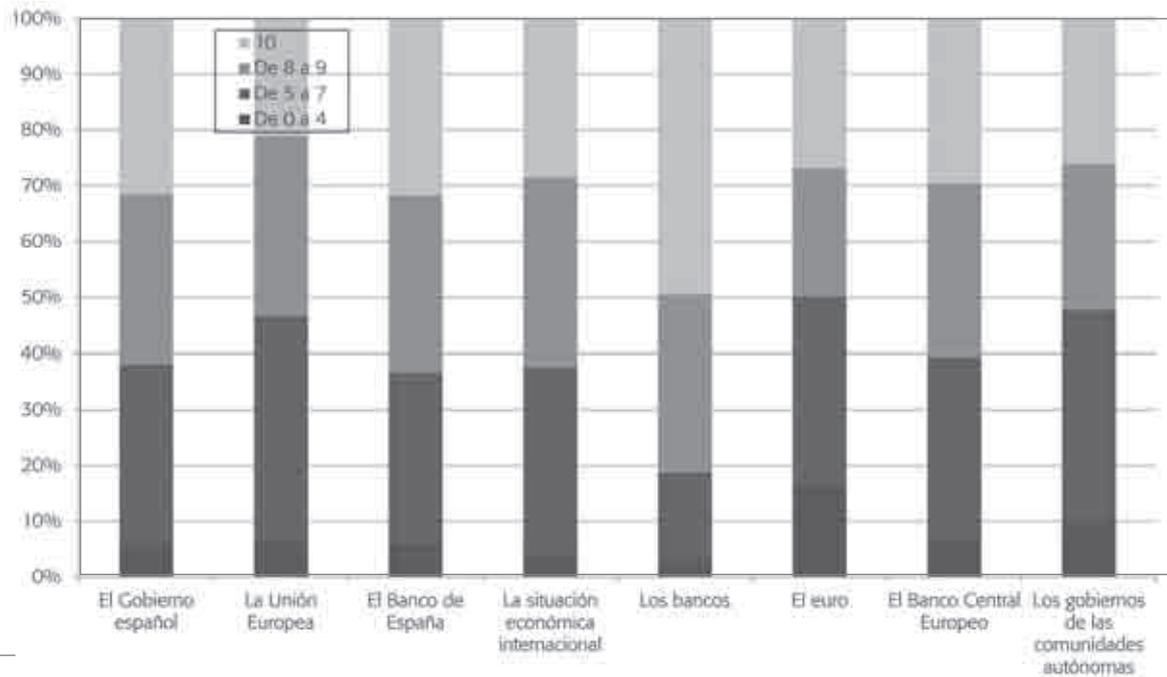
Si bien la opinión pública española no libra a casi ninguna institución política o financiera a la hora de valorar la responsabilidad por la situación económica española, afina mucho más cuando se trata de identificar las instituciones que pueden contribuir más eficazmente a la superación de esta crítica situación. Como se advierte en el cuadro 14, la institución que con más frecuencia nombraron a finales de 2011 los entrevistados en primer lugar es el Gobierno español, con un 37 por ciento, seguida de la Unión Europea, con un 20 por ciento. La Unión Europea aparecía también como la respuesta más frecuentemente citada en segundo lugar (un 21 por ciento). Así pues, los españoles confían bastante en la Unión Europea para salir de la crisis; una confianza que, por otra parte, no supone menoscabo alguno para la soberanía nacional. El 60 por ciento de los entrevistados en la misma encuesta opinaron que cada uno de los Estados debe tener siempre la última palabra en la toma de decisiones, más del doble de quienes manifestaron que las decisiones debería tomarlas un gobierno común europeo (cuadro 15).

Cabe, sin embargo, concretar más esta postura favorable a preservar en última instancia, la soberanía nacional. Los datos del cuadro 16 sugieren la existencia de un núcleo de políticas estrictamente "nacionales", como la educación y la sanidad, y en menor medida la política social. En cambio, otras políticas, como las relativas al medio ambiente, las relaciones exteriores, la inmigración o la economía, se perciben menos claramente como "nacionales". En todas estas materias, el grupo de entrevistados españoles que prefiere una mayor integración de los Estados miembros en la toma de decisiones es mayor que el de quienes mantienen otras opiniones al respecto (cuadro 17).

La opinión favorable a la asunción por parte de la Unión Europea de algunas competencias que en la actualidad residen fundamentalmente en los gobiernos nacionales, muestra una tendencia ascendente, salvo en el caso de

Gráfico 1

**RESPONSABILIDAD DE DISTINTAS INSTITUCIONES EN LA SITUACIÓN ECONÓMICA ESPAÑOLA**



Pregunta: Ahora le voy a pedir su opinión sobre la responsabilidad de distintas instituciones o circunstancias en la situación actual de la economía española. Para responder, utilice esta escala de 0 a 10, en la que 0 significa "no tiene ninguna responsabilidad" y el 10 que "tiene mucha responsabilidad"

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.923 (2011) del CIS.

Cuadro 14

**CONFIANZA EN LAS INSTITUCIONES PARA SOLUCIONAR LA CRISIS**

	En primer lugar %	En segundo lugar %
El Gobierno español	37	12
La Unión Europea	20	21
El Fondo Monetario Internacional	7	10
El Banco Central Europeo	7	13
Los gobiernos de las comunidades autónomas	4	9
Otra	1	1
Ninguna	15	11
Ns/Nc	8	22
N (entrevistados)	2.483	2.483

Pregunta: ¿En cuál de las siguientes instituciones confía Ud. más de cara a tomar medidas para solucionar la crisis de la economía española? ¿Y en segundo lugar?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.923 (2011) del CIS.

Cuadro 15

**ATRIBUCIÓN DE LA RESPONSABILIDAD ÚLTIMA EN LA TOMA DE DECISIONES**

	%
La U.E. debería tener un gobierno que tomara decisiones	27
La última palabra debe tenerla cada uno de los Estados	60
Ns/Nc	13
N (entrevistados)	2.479

Pregunta: En relación con el futuro de la Unión Europea, ¿con cuál de las siguientes opiniones está Ud. más de acuerdo?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.923 (2011) del CIS.

Cuadro 16

**PREFERENCIAS SOBRE LA ADOPCIÓN DE DECISIONES IMPORTANTES EN DISTINTAS MATERIAS (2010) [PORCENTAJES HORIZONTALES]**

	Gobierno de España	Unión Europea	Ns/Nc
Terrorismo	57	35	8
Medio ambiente	38	54	8
Política exterior	40	48	12
Inmigración	48	45	7
Educación	70	23	7
Política Social	62	29	10
Sanidad	75	19	7
Política económica	45	45	10

Pregunta: ¿Cree Ud. que las decisiones más importantes sobre cada uno de los siguientes temas debería tomarlas el Gobierno de España o el de la Unión Europea?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.923 (2011) del CIS.

Cuadro 17

**ACTITUDES HACIA DIFERENTES MEDIDAS DE INTEGRACIÓN EUROPEA [PORCENTAJES HORIZONTALES]**

	A favor %	En contra %	Ns/Nc %
La creación de un gobierno común europeo	50	30	19
Una política exterior común europea	65	18	18
La creación de un ejército común europeo	52	31	17
Una política de inmigración europea	52	31	17
Una política fiscal o tributaria europea	50	30	20

Pregunta: Ahora me gustaría que me dijera si está Ud. más bien a favor o más bien en contra de:

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2011) del CIS.

Cuadro 18

**APOYO A MEDIDAS DE INTEGRACIÓN EUROPEA (2006-2010)**

	Mayo 2006 %	Mayo 2008 %	Junio 2010 %
La creación de un gobierno común europeo	45	44	50
Una política exterior común europea	61	61	65
La creación de un ejército común europeo	48	49	52
Una política de inmigración europea	70	68	52
Una política fiscal o tributaria europea	49	49	50
N (entrevistados)	2.473	2.472	2.479

Pregunta: Ahora me gustaría que me dijera si está Ud. más bien a favor o más bien en contra de...

Fuente: elaboración propia a partir de los Estudios 2.641, 2.763 y 2.838 del CIS.

Cuadro 19

**VALORACIÓN SOBRE LA PRIORIDAD EN LAS MEDIDAS A TOMAR POR LA UNIÓN EUROPEA**

	Prioritario	Segundo lugar
Avanzar en los derechos de los/as ciudadanos/as de la UE	24	9
Incrementar los mecanismos de vigilancia y control financiero	29	15
Diseñar una Ley Electoral Europea para la elección del P.E.	3	4
Más capacidad decisión UE en la política económica de los Estados miembros	9	11
Diseñar una política exterior y de seguridad común	7	14
Hacer más restrictivos los requisitos de admisión a la U.E.	5	10
Establecer requisitos comunes en las políticas sociales	5	10
Otras medidas	1	0
Ninguna de las anteriores	1	1
Ns/Nc	17	24

Pregunta: De las posibles medidas o cambios a realizar en la Unión Europea y que le mencione a continuación, ¿cuál de ellos cree Ud. que resulta prioritario que se lleve a cabo? ¿Y en segundo lugar?

Fuente: elaboración propia a partir del Estudio 2.838 (2011) del CIS.

la inmigración (probablemente como consecuencia de la reducción de los flujos migratorios por la crisis). La serie temporal entre 2006 y 2010 incluida en el cuadro 18 apunta a "más Europa". Finalmente, los datos del cuadro 19 sugieren que no se trata de un deseo de reforzar indiscriminadamente el poder de la Unión Europea. Entre las diversas medidas posibles que extenderían los poderes europeos y redundarían en una mayor integración de los Estados miembros, el grueso de los entrevistados prioriza el establecimiento de controles económicos y financieros y el avance en derechos ciudadanos.

## 6. Conclusiones

La ausencia de un demos europeo se ha percibido a menudo como impedimento para la consolidación de la Unión Europea. La crisis de la deuda europea ha venido a demostrar que la fragilidad del proyecto europeo obedece más a errores de diseño institucional que a la inexistencia de semejante demos. Pero es obvio que la viabilidad de la Unión Europea también depende del apoyo que suscite entre las ciudadanía de los diferentes Estados que la integran. De ahí, la importancia de conocer hasta dónde llega ese respaldo social y cómo evoluciona en el tiempo. Este artículo ha ofrecido una respuesta a estas

preguntas centrándose fundamentalmente en el período 2006-2010 y utilizando para ello datos de encuestas del CIS.

Aun cuando la falta de interés por las noticias relacionadas con los asuntos europeos y la conciencia de falta de información sobre ellos se hallan notablemente extendidas entre la población española, una mayoría muy sólida (en particular, entre los más formados) se muestra favorable a la Unión Europea. Como tantos otros temas de índole política, la Unión Europea no apasiona ni suscita el prurito necesario para recabar información sobre sus actuaciones, pero hasta donde los datos disponibles permiten vislumbrar, la crisis no ha traído consigo un descenso del nivel de europeísmo en España. Antes bien, la evidencia empírica recopilada permite poner de manifiesto una buena disposición al refuerzo institucional de la Unión Europea y a la cesión a ella de poder decisorio, especialmente en algunas políticas, entre las que destaca el control de las instituciones financieras.

Esta confianza en Europa no implica una descarga de la responsabilidad atribuida al Gobierno español en la salida de la crisis. Son los Estados nacionales los que, a juicio de los españoles, deben tener la última palabra en las decisiones que se adopten, y son sus gobiernos, democráticamente elegidos, los que han de responder

de los efectos de las medidas que tomen. En todo caso, el considerable respaldo que, aun carente de entusiasmo, la sociedad española presta a la Unión Europea

puede considerarse, en una situación tan crítica como la actual, un importante activo para el Gobierno.

### Terence W. Hutchison (1912-2007)

Salvador Almenar \*

El próximo mes de agosto se cumplirá el centenario del nacimiento de un economista e historiador muy singular: Terence Wilmot Hutchison. Sus aportaciones más destacadas tratan sobre el método de la economía como ciencia, al defender, en el pionero volumen *The Significance and Basic Postulates of Economic Theory* de 1938, un exigente proceso de construcción científico sujeto a la verificabilidad tanto de las hipótesis como de las conclusiones del análisis. Otro conjunto no menos importante de sus contribuciones versa sobre la historia del pensamiento económico entendida de forma muy amplia, al incluir la teoría, pero también la filosofía subyacente, el análisis aplicado, el proscenio cultural y la influencia de las ideas en el ámbito de la política económica. A lo largo de una dilatada y productiva vida de 95 años Hutchison nos ha legado una obra densa, abundante y polémica que ha marcado, con diferente intensidad, a numerosas generaciones de economistas.

#### De Bournemouth a Bonn: los años de la alta teoría

Terence W. Hutchison nació el 13 de agosto de 1912 en Bournemouth, una ciudad residencial y turística del sur de Inglaterra, aunque vivió durante su juventud entre Londres y la muy selecta Tonbridge School en Kent. En 1931 ingresó en Peterhouse, el colegio decano de la universidad de Cambridge, para iniciar estudios clásicos. Cursó la primera parte en un año y decidió cambiar su orientación por los estudios de economía buscando respuestas a los turbulentos sucesos contemporáneos.

\* Doctor en Economía. Académico Correspondiente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Como en Peterhouse no había economistas se le asignó como tutora a Joan Robinson, quien estaba a punto de publicar *The Economics of Imperfect Competition* en 1933. Robinson supervisó sus trabajos semanales durante dos años, contribuyendo a mejorar las escasas destrezas iniciales de Hutchison sobre la “geometría de la empresa”, hasta que (por su primer embarazo) fue substituida por Richard Kahn durante el último curso, en 1934, cuando ya era conocido por el multiplicador del empleo.

Hutchison asistió a las clases de John Maynard Keynes, durante los dos últimos cursos de carrera, en las cuales expuso un esquema de transición entre la concepción estática de su *Treatise on Money* (1930) y la visión dinámica de la *General Theory of Employment, Interest and Money*, publicada en febrero de 1936.

Pero además de los economistas citados, es preciso añadir al menos otros profesores como Arthur Cecil Pigou, Gerald Shove (el “mejor de todos” como profesor en clase) o Colin Clark, que conferían al conjunto una notable pluralidad, no exenta de cierto carácter de aislamiento respecto a otras corrientes del pensamiento económico contemporáneo continental.

Pronto desarrolló un persistente interés hacia los problemas metodológicos suscitado, según su propio testimonio, por dos obras contemporáneas: el ensayo de Joan Robinson *Economics is a Serious Subject* (1932), y el libro de Lionel Robbins *Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, también de 1932, con una segunda edición en 1935, que se convertiría en una referencia canónica. Robinson defendía la conveniencia de que los economistas refinasen sus “técnicas” de análisis aun a costa de simplificaciones que

alejaban sus teorías del mundo real. Un argumento que, en otro contexto intelectual más próximo a los economistas austriacos, también proponía Robbins. Por último, Hutchison trabó amistad con algunos alumnos de Ludwig Wittgenstein, los amanuenses del *Cuaderno azul*, y les consultó sobre los fundamentos metodológicos del libro de Joan Robinson. Todo ello fue fraguando en Hutchison la idea de que la ciencia económica contemporánea se había construido con el uso desmedido, si no ilegítimo, de principios *a priori*.

Hutchison empezó el nuevo rumbo de su trabajo con la lectura de la traducción inglesa del *Tractatus logico-philosophicus* (1922) de Wittgenstein, mientras el libro de Robbins hizo patente la necesidad de estudiar alemán para seguir la abundante literatura citada. Además, hacia 1934-35 se matriculó como 'occasional student' en la London School of Economics, donde impartían clases Hayek y Hicks, y donde el filósofo positivista Rudolf Carnap desarrolló un ciclo de conferencias. Pero, sobre todo, frecuentaba la rica biblioteca de la LSE.

En la primavera de 1935 Hutchison aceptó un encargo de *Lektor* en Bonn que no comprometía su propio trabajo sobre la metodología de la ciencia económica e intensificó el aprendizaje del alemán. Durante los dos años siguientes, hasta el verano de 1937, publicó algunos artículos y finalmente terminó el texto del libro por el cual será más conocido.

## El método en tiempos de crisis (1938)

El volumen *The Significance and Basic Postulates of Economic Theory* alcanza 192 páginas distribuidas en seis capítulos y un apéndice, todos ellos sembrados de abundantes notas en las que desfila una muy extensa bibliografía. El autor, prácticamente desconocido y desvinculado del mundo académico, contaba 26 años.

El primer capítulo (Introducción) presenta el conjunto de la obra, con una referencia al estado peculiar de la economía y su metodología, más parecido a las disputas no conclusivas o filosóficas, entre dogmas y escuelas, que a la situación de las ciencias naturales. Para el autor es preciso distinguir entre proposiciones filosóficas y científicas. Éstas últimas deben ser capaces de contraste o prueba empírica (*testing*) o ser reducidas a tales proposiciones por deducción lógica o matemática (1938: 9). No se trata de que sean contrastables ahora o de defender un procedimiento absoluto de prueba sino de que lo puedan ser (o deducir otras que lo sean) de forma inter-subjetiva. Esta capacidad o posibilidad de contraste o prueba es lo que

distingue la ciencia de la pseudo-ciencia. El crecimiento de esta última es "el más siniestro fenómeno de las últimas décadas para el científico, e incluso para la civilización occidental en su conjunto".

El segundo capítulo trata sobre "Las proposiciones de la teoría pura". El autor presenta una clasificación dicotómica de las proposiciones que poseen sentido científico entre las que tienen contenido empírico y las que no lo tienen, es decir, las que son falsables (*falsifiable*) y las que no lo son. Hutchison utiliza ahora la terminología de Karl Popper (*Lógica de la investigación científica*, 1934), sin precisar la relación entre su *testability* y la *falsifiability*. Una gran parte de la teoría económica recibida se encuentra formulada en proposiciones analíticas no falsables, es decir, sin contenido empírico, aunque esta circunstancia está oscurecida por ciertas ambigüedades e imprecisiones. Destaca Hutchison que la cláusula *caeteris paribus* suele utilizarse en demasiadas ocasiones para relajar la teoría pura mediante condiciones factuales "muy vagas o sin soporte estadístico", que adornan las conclusiones con un aparente aire de precisión y contenido empírico.

"La aplicación de la teoría pura" (cap. 3) constata la reducción del campo científico de la economía, sobre todo en la moderna definición de Robbins, a la relación entre fines y medios limitados que pueden usarse de forma diversa. Afirmar Hutchison que la exclusión del análisis de los fines y de los propios medios conduce a la economía a convertirse en el estudio de las relaciones formales entre "proposiciones de teoría pura", vacías de contenido factual. Este enfoque es particularmente explícito en Wieser y otros economistas "austriacos", para quienes las leyes económicas son necesarias, exactas, no falsables por observación empírica, deducidas lógicamente a partir de postulados, y cuya certeza no puede cuestionarse (1938: 59). En esa perspectiva el divorcio entre la economía así concebida y la ciencia en general se manifiesta en la capacidad limitada de las predicciones económicas a un carácter *cualitativo* (Mises) o imposible (Morgenstern).

Los capítulos cuarto y quinto se dedican a la discusión de "Los postulados básicos de la teoría pura: Expectativas, conducta racional y equilibrio", y a la "Introspección, utilidad, y los elementos 'psicológicos' en Economía". El "Supuesto Fundamental" hace referencia al papel esencial de una regla de la conducta económica o *racional*, usualmente una regla de maximización adoptada *a priori*. Las diferentes variantes del Supuesto Fundamental en la historia de la teoría económica poseen en común la hipótesis *necesaria* de expectativas perfectamente correctas (1938: 85). Hutchison desarrolla una detallada discusión sobre la relación entre las expectativas "perfectas", "correctas" y las "no decepcionantes"; y de forma especial sobre el papel

de las expectativas en la llamada “tendencia” al equilibrio. Cualquier intento de introducir algún tipo de incertidumbre, desigualdad o limitada competencia entre los agentes (por ejemplo, el duopolio de Stackelberg) contradice el supuesto fundamental hasta hacer indeterminado el equilibrio. Las expectativas perfectas o completas esterilizan la distinción entre *ex ante* y *ex post* y, en definitiva, no muestran el camino que los agentes adoptan para tomar decisiones. El Principio Fundamental no solamente está vacío de contenido empírico, es una definición, y como tal sólo puede producir tautologías. En vano puede afrontar preguntas clave sobre la conducta de los empresarios ante cambios no previstos en los precios, y en las propias expectativas. Hutchison recomienda volver a los hechos, a pesar de las dificultades y deficiencias de los estudios empíricos.

Después de un repaso crítico sobre el papel desempeñado por la “introspección” en la formulación del principio de utilidad marginal decreciente concebido como un hecho *a priori*, así como de otros conceptos de la teoría del bienestar (cap. 5), Hutchison resume en el capítulo sexto un conjunto de quince conclusiones y unas sugerencias especiales para contribuir a la cooperación científica en la teoría del ciclo económico, y reivindica de nuevo la investigación empírica, la colaboración con campos limítrofes (historia, sociología, política) y la prudencia científica de los enunciados. El Apéndice (Algunos postulados del liberalismo económico) reconsidera el carácter óptimo del sistema económico liberal (Mises) cuando se introduce la incertidumbre, y sugiere la vecindad entre aquel óptimo idealizado con la utopía.

### Disputas metodológicas: Knight, Machlup

Hutchison abandonó Alemania el mismo año 1938, se estableció (con su esposa alemana) provisionalmente en Bagdad y en 1941 ingresó en el ejército en la India, en el Servicio de Inteligencia, hasta 1945-46.

El asunto tratado en el libro y las circunstancias de la guerra no favorecieron una amplia respuesta académica. Aún así mereció algunas reseñas y, sobre todo, la extensa respuesta indignada por parte de Frank Knight, “What is Truth’ in Economics?”, en 1940. El profesor de Chicago dio por sentado que Hutchison trataba de introducir en economía los principios del positivismo lógico desde una “irritante” preeminencia otorgada a las ciencias naturales. Esa exigencia empírica para la economía podría convertirse en una forma soterrada de control social que substituyese el “pluralismo” de la sociedad liberal

contemporánea. Fue un debate sembrado de incompreensiones mutuas. Hutchison se reafirmó rigurosamente en el mensaje del libro y en los matices esenciales descuidados en la recensión, y la réplica de Knight no añadió nuevos argumentos.

De vuelta en Inglaterra y, tras varios intentos fallidos de acceder a un puesto académico, Hutchison obtuvo en 1946 una plaza de *lecturer* en el University College de Hull, desde la cual pasó al año siguiente a la London School of Economics. Robbins le asignó dos cursos, uno sobre controversias en Economía y otro sobre la Historia de la teoría económica después de 1870. De las notas para impartir el último surgiría en 1953 el volumen *A Review of Economic Doctrines 1870-1929*.

Entre las discusiones metodológicas posteriores a la guerra destaca la variada polémica sobre la “irrelevancia de los supuestos” suscitada por la propuesta de economía positiva de Milton Friedman. Fritz Machlup contribuyó en 1955 con un ensayo sobre verificación en economía, clasificando a Hutchison como un claro caso de ultra-empirista. Aunque éste reiteró su criterio de que las hipótesis o supuestos debían ser contrastables directa o indirectamente, a través de las proposiciones deducidas, Machlup arguyó que Hutchison no aceptaba la verificación indirecta y conjunta de las hipótesis, sino individualizada, por lo que rebautizó la posición de Hutchison como “ultra-empirista recalcitrante”. El impacto en España de estos debates se puede percibir al recordar que, por iniciativa del profesor Enrique Fuentes Quintana, la *Revista de Economía Política* solicitó a Hutchison en 1958 la coordinación de un número monográfico, compuesto por quince artículos precedidos por su ensayo “Desarrollos recientes de la metodología económica”.

### Historia, economía y política

El libro *A Review of Economic Doctrines 1870-1929*, publicado en 1953, constituye el primer estudio de conjunto de las teorías económicas contemporáneas. La primera parte explora individualmente los principales ‘arquitectos’ fundadores del análisis marginal y neoclásico, cuyas contribuciones generales concluyen en la primera década del siglo XX. Dentro del arborescente desarrollo posterior, Hutchison escoge dos materias relevantes, la teoría del equilibrio desde la estática a la dinámica (parte II), y las teorías del ciclo y las fluctuaciones (parte III). Recibió críticas muy favorables y, aunque su éxito fue oscurecido por el gran impacto de la *History of Economic Analysis* de Schumpeter, se convirtió en una referencia indiscutible durante décadas.

Hutchison obtuvo una plaza de profesor en la Universidad de Birmingham en 1956 (donde permanecería hasta después de su jubilación efectiva en 1980), consolidando así una dedicación preferente por la historia de las ideas económicas en sus diferentes enfoques, junto a su ya demostrada predilección por la problemática metodología económica.

Uno de los aspectos que Hutchison ha explorado con insistencia es el de la influencia de los economistas, tanto en términos estrictamente analíticos como en la esfera de la política económica. En su libro *'Positive' Economics and Policy Objectives* (1964) desarrolla una discusión muy detallada sobre el papel de los juicios de valor tanto en la elaboración científica como en la formulación de propuestas. El autor articula una fusión muy sugerente entre la visión histórica y la crítica metodológica, con el fin de afrontar las dificultades suscitadas por la 'nueva economía del bienestar', la elección social y la teoría del crecimiento económico. El volumen finaliza con una suerte de programa deontológico en el que repasa las abundantes cautelas y exigencias que deberían seguir los economistas como asesores al exponer sus propuestas, teniendo en cuenta los diferentes efectos previsibles, directos e indirectos, de sus recomendaciones.

El volumen *Economics and Economic Policy in Britain 1946-1966*, publicado en 1968, desarrolla una aplicación crítica sobre las oscuridades y contradicciones en que incurren los economistas académicos y expertos al proponer medidas a los poderes públicos. El panorama, extraído en gran parte de artículos de prensa, conduce a una crítica detallada, personal y, entre líneas, profundamente corrosiva. Destaca tanto la insuficiencia de fundamentos empíricos como los cambios en las medidas recomendadas por un mismo autor, que Hutchison atribuye a un profundo sesgo ideológico. El libro fue criticado, a su vez, por haber extraído las citas utilizadas fuera del contexto, y confirmó la imagen de Hutchison como un economista con un discurso áspero con algunos de sus colegas.

## Revoluciones, falsabilidad y formalismo en economía

Durante las tres últimas décadas del siglo XX Hutchison exhibió una productividad académica extraordinaria, antes y después de su jubilación en 1980. Insistió en los problemas contemporáneos de la investigación económica, iluminándolos con una perspectiva histórica sugerente, inédita y polémica.

El volumen *Knowledge and Ignorance in Economics* (1977) aborda la discutida capacidad predictiva de la economía, indaga en las controversias sobre la filosofía contemporánea de la ciencia y sus implicaciones en las ciencias sociales, y destaca el juicio de Imre Lakatos por el que la influencia de Popper entre los economistas había sido más nominal que efectiva.

El libro *On Revolutions and Progress in Economic Knowledge* (1978) presenta una investigación sobre varios "puntos de inflexión" o revoluciones en la economía: Smith, Mill-Ricardo, la crisis de la economía clásica y la 'revolución jevonsiana', y la revolución keynesiana. A diferencia de los esquemas kuhnianos tan de moda en la época, Hutchison aporta una investigación original para remarcar con magistral erudición las concretas y, a veces, profundas diferencias de método, concepción de la propia economía, los resultados y proyecciones políticas desde Smith a los keynesianos. El capítulo final contiene una reflexión imprescindible sobre los diferentes sentidos, tiempos y consecuencias de esos cambios, entre los cuales Hutchison destaca la trascendente (y negativa) vitalidad o continuidad histórica del método deductivo extremo y el principio de conocimiento perfecto introducidos por James Mill y David Ricardo, y codificados por Nassau Senior.

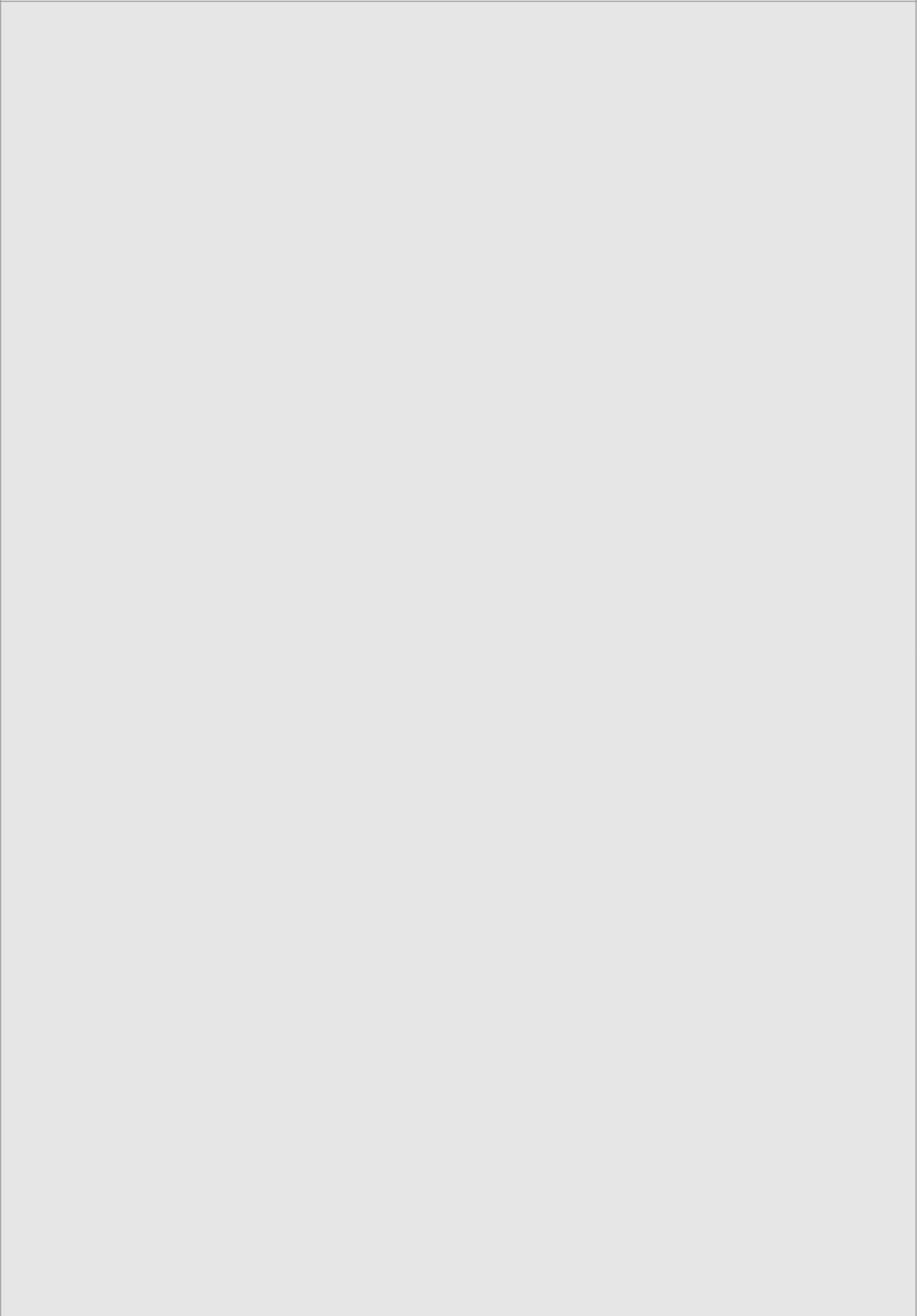
En otro volumen titulado *The Politics and Philosophy of Economics. Marxians, Keynesians and Austrians* (1981, 2 ed. 1992) reunió un conjunto de trabajos polémicos. Sobresale un ensayo sobre la 'Escuela de Cambridge' dedicado a establecer el profundo cambio experimentado en la concepción de las prioridades analíticas, las cautelas metodológicas y el papel de la política, desde Sidgwick y Marshall a Pigou y (J.M.) Keynes y, posteriormente, a Maurice Dobb y Joan Robinson (que reciben los más afilados dardos de la crítica). En otro ensayo, publicado previamente como *Keynes versus Keynesians* (1977), Hutchison sostiene que los seguidores de Keynes llevaron a cabo una transformación muy profunda sobre el objetivo del pleno empleo, olvidando las restricciones establecidas por el propio Keynes. Otro ensayo destacado trata sobre la filosofía y el método en los economistas "austriacos" (desde Menger). Aquí Hutchison vuelve a su inicial crítica al carácter apriorístico, y por tanto tautológico, de la posición de Wieser, Mises y del primer Hayek (hasta 1936). Justamente la distinción de un "Hayek II", por su nueva visión sobre la información e incertidumbre de los agentes económicos y la aceptación del principio de falsación de Popper plantea, según Hutchison, la incompatibilidad con la vieja escuela (Mises) y la necesidad de una revisión filosófica y metodológica de la nueva escuela austriaca (Rothbard, Kirzner).

En el libro *The Uses and Abuses of Economics* (1994), Hutchison reunió algunos trabajos previos sobre Bentham, Mill, Ricardo y Jevons, a los que sumó otros que abordan la "crisis" contemporánea de la economía y de las relaciones entre la filosofía y la economía en un mundo académico fraccionado en departamentos. La anecdótica acusación mutua entre James Tobin y Robert Nozick en 1982 de que no hay nada más peligroso que un filósofo (economista) con una deficiente formación en economía (filosofía) es el punto de partida para una discusión sobre los fines y métodos de la investigación económica que desarrolló ampliamente en su último libro *On the Methodology of Economics and the Formalist Revolution* (2000). Hutchison destaca que buena parte de la literatura económica de la segunda mitad del siglo XX ha reforzado, con la pretensión de rigor *teórico*, una formalización matemática ajena, cuando no contradictoria, con la finalidad de obtener proposiciones verificables y aplicables en la política económica. La pretensión de rigor ha protegido el uso indiscriminado del principio fundamental de racionalidad o conocimiento perfecto, a veces bajo el manto de conseguir aproximaciones (y en este sentido discrepa de la ambigua posición de Popper), cuando no una mera "suerte de gramática" del equilibrio general (Frank Hahn). El alejamiento entre la economía y la filosofía se ha convertido cada vez más en un *odium*

*methodologicum* de consecuencias perversas, aun a pesar del discreto florecimiento (ya 'departamentalizado') de la literatura metodológica desde la década de 1980.

Finalizaré con una sugerencia de lectura de un libro compacto en propósitos y logros: *Before Adam Smith. The Emergence of Political Economy, 1662-1776* (1988). Una ordenada presentación de decenas de contribuciones fundacionales de la economía política desde William Petty nos invitan a reflexionar sobre las variadas y profundas raíces intelectuales de la *Riqueza de las naciones*. Si proseguimos esa lectura con "From the *Wealth of Nations* to modern general equilibrium <theory>" (cap.10 en *On the Methodology* 2000) será más fácil afrontar las devastadoras consecuencias de la reducción tan selectiva del campo de visión, método y perspectiva de los economistas académicos en el mundo en que vivimos<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Una fuente imprescindible para conocer la trayectoria intelectual de Hutchison son las entrevistas realizadas por Keith Tribe (1997), *Economic careers: Economics and Economists in Britain, 1930-1970*, Londres: Routledge, cap. 8, 126-39, y John Hart (2000), 'A conversation with Terence Hutchison', *Journal of Economic Methodology* 9(3): 359-77. Una síntesis de su obra en Roger Backhouse (2008), "Hutchison, Terence Wilmot (1912-2007)", en S. N. Durlauf & L. E. Blume (eds), *The New Palgrave Dictionary of Economics* (Online), Palgrave Macmillan, 2008.



## Previsiones económicas para España 2012-2013

Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

### 1. Evolución reciente de la economía española

El PIB registró un descenso del 0,3% en el primer trimestre de 2012, que equivale a un -1,3% en tasa anualizada (en adelante es así como se expresarán las tasas trimestrales), resultado muy semejante al obtenido en el trimestre anterior. La caída de la demanda nacional fue más moderada que la observada en el último trimestre de 2011, pero la aportación del sector exterior también fue más modesta. Esta última fue positiva, pero, al igual que sucedió en el trimestre precedente, no por un aumento de las exportaciones, ya que éstas sufrieron un nuevo retroceso, sino porque las importaciones sufrieron una caída aún más intensa.

El consumo presentó un leve ascenso del 0,2%, aunque este resultado no coincide con el perfil que dibujan indicadores como las ventas minoristas, las ventas de automóviles, las pernoctaciones de residentes en hoteles, etc., que apuntaban a un nuevo recorte del gasto de los hogares. En cualquier caso, la evolución trimestral de este agregado de la Contabilidad Nacional se está comportando de forma algo volátil, pero su tendencia es negativa; su variación interanual fue del -0,6%. La mayoría de los indicadores relativos al inicio del segundo trimestre, como las ventas minoristas o el índice de confianza del consumidor, presentan caídas incluso más acentuadas que las registradas en los primeros meses del año.

La inversión en bienes de equipo y otros productos descendió un 5,4%, mientras que la inversión en construcción cayó un 12,5%. El ajuste de la inversión en

el componente denominado "otras construcciones", que refleja en buena medida la evolución de la inversión pública, volvió a ser más acusado que en vivienda (-18% frente a -6,4%). La licitación oficial cae a tasas cada vez más negativas: en el primer trimestre fue un 50,6% inferior al mismo periodo del pasado año. Los visados de viviendas nuevas, otro indicador adelantado, también han intensificado su ritmo de caída desde finales de 2011, y en el primer trimestre de este año registraron una tasa interanual del -30,5%.

Las exportaciones totales descendieron un 3,7%, si bien las de bienes aumentaron un 4,2%, concentrándose la caída en las exportaciones de servicios, tanto turísticos como el resto. En cuanto a las importaciones, registraron descensos en todos sus componentes, ascendiendo la variación total al -5,1%.

Desde la perspectiva de la oferta, el VAB total sufrió un retroceso del 2,6%. Salvo la agricultura, el resto de sectores han sufrido caídas en su VAB. El resultado en la industria fue un -1,8%. Los resultados del índice PMI, que ha caído con fuerza en abril y mayo, del índice de confianza o de la afiliación a la Seguridad Social, que sufrió una fuerte contracción en mayo (en términos desestacionalizados), apuntan a otro resultado negativo en el segundo trimestre.

La caída del VAB de la construcción en el primer trimestre fue la mayor desde el inicio de la crisis, casi un 12%. No hay ningún indicio de mejora en el segundo trimestre. El índice de la cartera de pedidos de mayo descendió hasta el nivel más bajo en quince meses, y el número de afiliados a la Seguridad Social ha seguido

reduciéndose en abril y mayo al mismo ritmo intenso de los meses anteriores.

Los **servicios** perdieron un 1,6% de su VAB en el primer trimestre. Este resultado procede de la caída registrada en el sector de administración pública, sanidad y educación (-6,5%), mientras que el resto de sectores presentaron en su conjunto un leve ascenso de su actividad del 0,2%, pese a que los resultados de otros indicadores, como el índice de actividad en el sector servicios o el PMI, apuntaban a un descenso. Los indicadores relacionados con el turismo, como el número de pernoctaciones en hoteles o el número de turistas, presentaron caídas importantes, que ya se iniciaron en el último trimestre de 2011, si bien el gasto total de los turistas ha seguido creciendo. Conforme a los índices PMI y de confianza del sector servicios, la actividad se deterioró notablemente en abril y sobre todo en mayo. También el número de afiliados a la Seguridad Social ha sufrido una importante caída, especialmente en abril.

El **empleo**, medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se redujo un 5,2% en el primer trimestre, un ritmo algo inferior al del trimestre anterior, con descensos generalizados en todos los sectores. La **productividad** ha seguido creciendo a un ritmo notable, un 4,1%, muy superior al crecimiento de las remuneraciones por asalariado, de modo que los **costes laborales unitarios** han prolongado la tendencia a la baja que mantienen desde el inicio de la crisis, con una variación del -2,1%.

## 2. Previsiones 2012-2013

El resultado del primer trimestre ha sido algo mejor lo esperado, pero el empeoramiento de algunos condicionantes externos, concretamente de la restricción financiera, empeora la previsión para el resto del ejercicio. La ayuda europea a la banca permitirá acelerar el proceso de saneamiento de las entidades españolas. Ello es una condición necesaria para que el crédito vuelva a fluir, pero sus efectos en este ámbito no van a ser apenas perceptibles a corto plazo, aunque sí que permite descartar escenarios más negativos al reducirse los riesgos procedentes del sistema financiero. **Se mantienen, por tanto, sin cambios las estimaciones de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 en el -1,7% y el -1,5% respectivamente.** No obstante, se han modificado algo las cifras correspondientes a los diferentes agregados que componen el PIB, especialmente para el año en curso.

Así, el crecimiento previsto para el consumo de los hogares en 2012 se ha revisado hasta una tasa menos

negativa, un -1,8%, mientras que la formación bruta de capital fijo se ha corregido en el sentido opuesto, hasta una caída del 9,4%, siendo especialmente acusada la revisión a la baja de la cifra esperada para la construcción no residencial, para la que se espera un -17,2%. Las exportaciones crecerán algo menos que lo anteriormente estimado, aunque por encima del crecimiento de nuestros mercados exteriores, lo que significa que la producción nacional seguirá ganando cuota de mercado; las importaciones, por su parte, caerán algo más. Como resultado de todo ello, las aportaciones al crecimiento del PIB de la demanda nacional y del sector exterior se mantienen en -4,4 y 2,7 puntos porcentuales respectivamente.

Las previsiones para 2013 apenas han sido modificadas. Se espera una caída del 2,6% en el consumo de los hogares y del 6,4% en la inversión. Las aportaciones respectivas de la demanda nacional y del sector exterior al crecimiento del PIB serán de -4,4 pp y 2,9 pp, sin cambios con respecto a las previsiones anteriores.

Conforme a las nuevas previsiones, el empleo caerá este año un 4%, más de lo anteriormente esperado, aunque se mantiene la previsión para 2013 en el -2,7%. Las tasas de paro medias anuales serán del 24,5% y del 26,1% respectivamente. La productividad va a seguir recuperándose a buen ritmo en 2012, aunque se moderará en 2013, debido a que, como consecuencia de la reforma laboral, el ajuste sobre el empleo será menor, desplazándose este hacia los salarios, cuyo ajuste será más acusado que en los años anteriores. El efecto conjunto de la evolución de la productividad y las remuneraciones salariales va a dar lugar a un descenso de los costes laborales unitarios, que registrarán variaciones del -2,2% y del -1,7% en 2012 y 2013 respectivamente, lo que supone una profundización del proceso de recuperación de competitividad en costes.

La revisión en la caída del consumo conduce a una tasa de ahorro ligeramente inferior a la anteriormente prevista y a un déficit exterior algo mayor este año, aunque se mantiene la expectativa de que este se vuelva superavitario el próximo año.

Se mantiene sin cambios la previsión relativa al déficit de las Administraciones Públicas. Concretamente, la correspondiente a 2013 continúa en el 3% cifra que se toma como exógena en el ejercicio de previsiones, de modo que se supone que las AA.PP. realizan todos los ajustes necesarios, tanto en los ingresos como en los gastos, para cumplir dicho objetivo. No obstante, el calendario de consolidación de las cuentas públicas podría ser modificado, según ha comunicado la Comisión Europea, lo cual, de confirmarse, conduciría a una modificación de las previsiones para 2013.

Cuadro 1

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2012-2013**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

Fecha: 22-06-2012

	Datos observados			Previsiones FUNCAS		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	2010	2011	2012	2013	2012	2013
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
<b>PIB, pm</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	0,8	-0,1	-1,8	-2,6	0,3	0,1
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,2	-2,2	-6,4	-7,2	0,2	0,0
Formación bruta de capital fijo	6,2	-6,3	-5,1	-9,4	-6,4	-1,3	-0,1
Construcción	5,5	-10,1	-8,1	-11,7	-8,5	-1,7	0,0
Construcción residencial	7,3	-9,9	-4,9	-5,9	-4,2	-0,3	0,0
Construcción no residencial	4,5	-10,4	-11,2	-17,2	-12,9	-2,9	-0,1
Equipo y otros productos	7,0	3,2	1,2	-5,2	-2,9	-0,6	-0,1
Exportación bienes y servicios	6,6	13,5	9,0	2,2	6,0	-1,1	0,1
Importación bienes y servicios	8,9	8,9	-0,1	-6,6	-3,2	-1,1	-0,1
<b>Demanda nacional (b)</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Saldo exterior (b)	-0,8	0,9	2,5	2,7	2,9	0,0	0,0
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	1051,3	1073,4	1065,3	1068,2	--	--
- % variación	7,5	0,3	2,1	-0,8	0,3	-0,1	-0,1
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,6	0,4	1,4	0,9	1,8	-0,1	-0,1
<b>Deflactor del consumo de los hogares</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-2,6	-2,0	-4,0	-2,7	-0,4	0,0
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,6	2,8	2,4	1,2	0,4	0,0
Remuneración de los asalariados	7,2	-2,5	-1,0	-4,1	-3,4	-0,3	-0,2
Excedente bruto de explotación	7,5	0,2	6,3	2,4	0,7	0,2	-0,3
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,0	0,0	0,8	0,2	-0,5	0,4	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	-2,6	-1,9	-2,2	-1,7	-0,1	0,0
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>12,0</b>	<b>20,1</b>	<b>21,6</b>	<b>24,5</b>	<b>26,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,2	18,8	18,2	18,1	19,8	-0,3	-0,2
- del cual, ahorro privado	18,8	23,2	22,9	21,8	21,1	-0,2	-0,2
Tasa de inversión nacional	26,5	23,3	22,1	20,2	19,0	-0,2	-0,2
- de la cual, inversión privada	23,1	19,5	19,3	18,5	17,9	-0,1	-0,2
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-4,0	-3,4	-1,6	1,3	-0,1	0,0
- Sector privado	-2,6	5,4	5,1	4,6	4,3	-0,1	0,0
- Sector público (déficit AA.PP.)	<b>-0,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Deuda pública bruta	54,1	61,2	68,5	79,8	83,6	0,1	0,1
<b>4. Otras variables</b>							
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	11,9	13,9	11,6	10,4	10,3	-0,3	0,2
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	80,9	128,0	123,8	120,9	117,7	0,1	-0,2
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,8	1,4	2,0	1,4	1,7	0,0	-0,1
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,2	5,4	5,6	5,2	0,2	0,3
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	--	-8,0	-0,2	-5,7	-1,0	-0,9	0,0

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

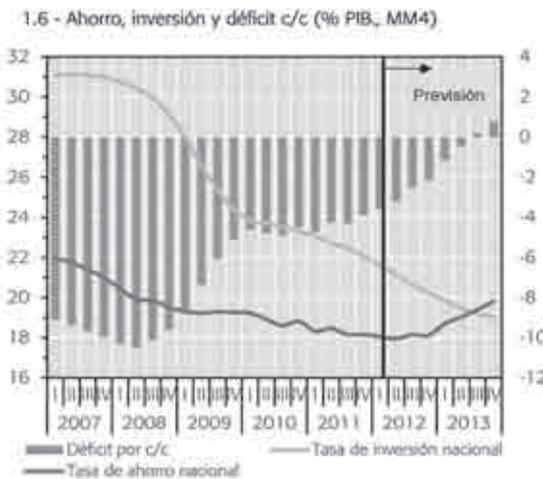
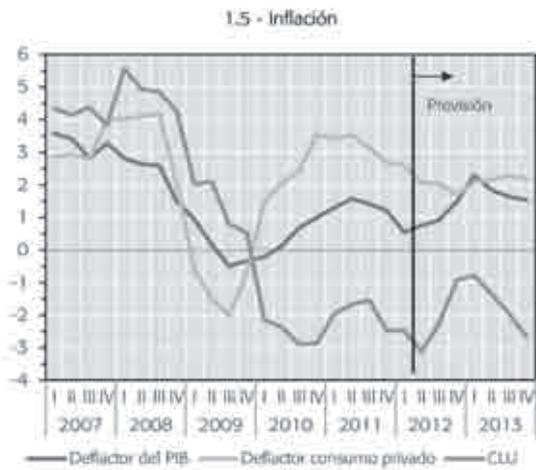
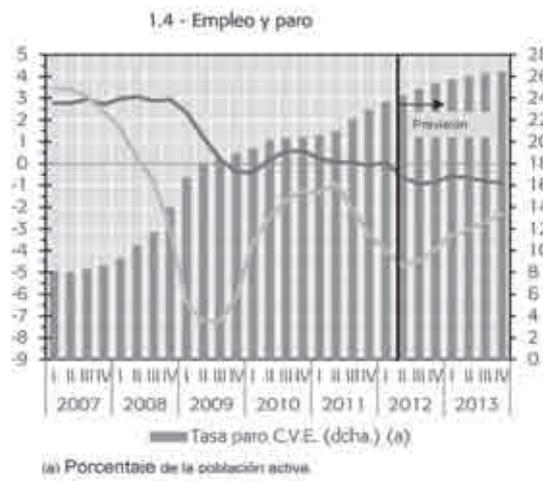
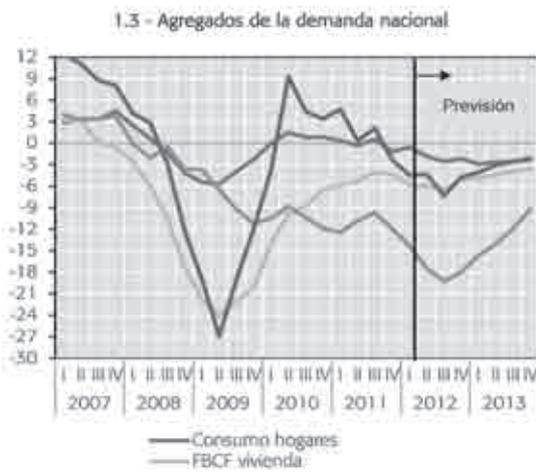
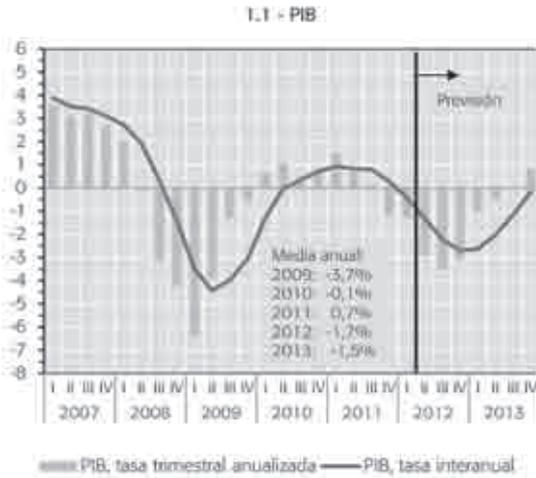
(b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2011: INE y BE. Previsiones 2012-13: FUNCAS.

Gráfico 1

**PREVISIONES FUNCAS PARA 2012-2013. PERFIL TRIMESTRAL**

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario



Fuente: INE (CNTR) Y FUNCAS (previsiones).

# Panel de previsiones de la economía española junio 2012

El PIB se redujo un 0,3% en el primer trimestre de 2012. Este resultado, aunque negativo, ha sido mejor de lo esperado. La caída de la demanda nacional ha sido sensiblemente inferior a la registrada el cuarto trimestre de 2011, en buena parte debido a la estabilización de consumo de los hogares, cuyo comportamiento ha sido mejor de lo previsto -el consenso de las previsiones contenidas en el anterior Panel apuntaba a una caída del 0,6% para esta variable, en línea con los negativos resultados presentados por los indicadores de consumo del primer trimestre del ejercicio-. La aportación del sector exterior, por su parte, volvió a ser positiva, aunque inferior a la del trimestre anterior.

Pese al resultado mejor de lo esperado en el primer trimestre, la previsión de consenso para el conjunto de 2012 se mantiene en el -1,7%, porque ha empeorado el perfil trimestral previsto para la segunda mitad del año, para la que se esperan caídas de la actividad más intensas que en el panel anterior (cuadro 2).

La previsión para 2013 se ha recortado cuatro décimas, hasta -0,6%. La revisión resulta de una mayor caída en los componentes de la demanda nacional, cuya aportación al crecimiento del PIB se ha recortado cuatro décimas, hasta -2,4 puntos porcentuales. La aportación esperada del sector exterior se mantiene en 1,8 pp.

La actividad en la industria ha sufrido un empeoramiento en los meses de marzo y abril, de acuerdo con los resultados del índice de producción industrial, que coinciden con los de otros indicadores, como el PMI de manufacturas. La previsión de consenso para 2012 y 2013 se sitúa ahora en -4,7% y -1,9% respectivamente.

La tasa de inflación interrumpió en abril la tendencia descendente que mantiene desde hace un año, debido al aumento del precio del tabaco y de la electricidad, aunque en mayo ha vuelto a bajar. En los primeros cinco meses del año se ha movido en torno al 2%, mientras que la tasa subyacente, situada en un nivel muy inferior a la tasa general (un 1,1% en abril), ha continuado a la baja, lo que pone de manifiesto las reducidas tensiones inflacionistas como consecuencia de la debilidad de la demanda.

La previsión de consenso para la tasa media de 2012 se ha elevado una décima, hasta el 1,9%, y la correspondiente a 2013 se ha rebajado en la misma cuantía, hasta el 1,5%. Las

***Sin cambios en la previsión de crecimiento para 2012***

***La previsión para 2013 se rebaja hasta -0,6%***

***La actividad industrial intensifica su deterioro***

***Escasos cambios en la previsión de inflación***

tasas interanuales para diciembre de este año y del próximo se sitúan en el 1,9% y el 1,5% respectivamente (cuadro 3).

El empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo volvió a caer en el primer trimestre de este año, aunque a un ritmo algo inferior al trimestre anterior, un 1,3%. En cualquier caso, las pérdidas de empleo en el último trimestre de 2011 y primero de 2012 han sido las más intensas desde la recesión de la primera mitad de 2009. La previsión de consenso para la variación del empleo este año y el próximo se ha vuelto más negativa, hasta un -3,6% y un -1,7%. Lo mismo ha sucedido con la previsión para la tasa de desempleo, que se eleva hasta el 24,3% y el 25% respectivamente.

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 1,9% este año, más de lo que se esperaba en el consenso anterior, y un 1,2% el próximo, mientras que los CLU experimentarán un descenso del 1,9% y del 0,8%, respectivamente, más acusado de lo esperado en las anteriores previsiones.

El déficit exterior ha proseguido en el primer trimestre de 2012 su tendencia a la corrección. El déficit comercial fue un 58% inferior al del mismo periodo de 2011, tanto por la fuerte reducción del déficit de bienes, como por el aumento del superávit de servicios. De hecho, según las cifras de Aduanas, el saldo de bienes no energético es positivo, debiéndose el déficit enteramente a la factura energética. Esta mejora del saldo comercial se ha visto contrarrestada en parte por el aumento del déficit de rentas y de transferencias corrientes, de modo que la corrección de la brecha por cuenta corriente ha sido más modesta, del 12%.

El mayor ajuste esperado para la demanda interna se traduce en una corrección más acelerada del déficit exterior por cuenta corriente, que ahora se espera que se reduzca al 1,7% del PIB en 2012 y al 0,5% en 2013.

La previsión de consenso para el déficit de las AA.PP. en 2012 ha empeorado una décima con respecto a la anterior encuesta, y ahora se sitúa en el 5,9% del PIB. La previsión para 2013 también se ha revisado al alza, hasta el 3,8% del PIB.

El PIB de la zona euro se estabilizó en el primer trimestre del año, aunque los indicadores más recientes apuntan a una recaída en el segundo. Las perspectivas para el conjunto del año siguen siendo negativas, y la valoración prácticamente unánime de los panelistas relativa al contexto económico en la UE es desfavorable. Se sigue pensando de forma mayoritaria que esa situación se va a mantener igual en los próximos seis meses, aunque crece el número de panelistas que piensa que va a mejorar.

En cuanto a la situación fuera de la UE, la recuperación de Estados Unidos parece sólida, aunque se espera una ralentización del crecimiento para este año, al igual que sucede con las economías emergentes. La valoración sigue prácticamente igual: se considera que la situación fuera de la UE es neutra y que va a seguir así en los próximos meses.

Los tipos de interés a corto plazo han intensificado su tendencia a la baja en las últimas semanas. Se piensa que su nivel es el adecuado para las condiciones de nuestra economía, y las opiniones de los panelistas se dividen entre quienes opinan que se van a mantener estables y quienes creen que van a seguir descendiendo.

Las tensiones con la deuda pública española han continuado en las últimas semanas, habiendo llegado a situarse la prima de riesgo por encima de los 500 puntos básicos. No hay cambios con respecto a la valoración de los tipos a largo plazo: la gran mayoría de los pane-

**Empeoran  
las perspectivas  
para el empleo**

**Se intensifica  
el ajuste del  
déficit exterior**

**El déficit público se  
situará en  
el 3,8% en 2013**

**El contexto  
europeo es  
claramente  
desfavorable**

**No se espera  
que los tipos  
de la deuda  
pública sigan  
aumentando**

listas piensa que su nivel es demasiado elevado para la situación de la economía española, y existe división de opiniones entre quienes piensan que se van a mantener estables y que van a disminuir, es decir, en general no se espera que sigan ascendiendo.

Tras un periodo de estabilidad en el tipo de cambio del euro, en el que se ha mantenido por encima de 1,30 dólares, desde el comienzo de mayo este ha iniciado una tendencia descendente hasta situarse en torno a 1,24 dólares en los últimos días. Pese a ello, la opinión de los panelistas sigue siendo de forma claramente mayoritaria que está apreciado, y vuelven a ser mayoría los que piensan que va a seguir depreciándose.

No hay cambios en la opinión relativa a la política fiscal, que se sigue valorando de forma unánime como restrictiva, y se considera que esa orientación es la adecuada. También se mantiene la mayoría en cuanto a que la política monetaria es expansiva para nuestras condiciones -aunque crece el número de panelistas que opinan que es neutra, probablemente más como consecuencia del empeoramiento de nuestra situación que de un endurecimiento de la misma-; asimismo se mantiene la unanimidad con respecto a que debe seguir siendo expansiva.

***El euro está  
apreciado***

***La política  
monetaria debe ser  
expansiva***

Cuadro 1

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JUNIO 2012**

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB						Consumo público						Formación bruta de capital fijo						FBCF maquinaria y bienes equipo						FBCF construcción						Demanda nacional					
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013						
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	-2,0	-1,7	-2,0	-1,5	-10,6	-9,6	-9,1	-3,1	-7,5	-1,8	-10,4	-3,7	-3,1	-7,5	-1,8	-10,4	-3,7	-3,7	-5,3	-5,3	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4						
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	-1,3	0,6	-2,0	-0,9	-8,0	-5,6	-7,4	-1,0	-4,6	-2,8	-9,2	-3,2	-1,0	-4,6	-2,8	-9,2	-3,2	-3,2	-4,5	-4,5	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8						
Bankia	-1,6	0,0	-2,2	-0,6	-5,5	-4,2	-8,0	-1,4	-6,1	-0,5	-9,7	-2,2	-1,4	-6,1	-0,5	-9,7	-2,2	-2,2	-4,1	-4,1	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5						
CatalunyaCaixa	-1,9	-0,6	-1,5	-0,2	-8,0	-8,0	-9,1	-1,9	-8,4	1,4	-10,4	-3,8	-1,9	-8,4	1,4	-10,4	-3,8	-3,8	-4,0	-4,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2						
Cemex	-2,1	-2,3	-1,9	-2,6	-4,6	-4,0	-12,0	-8,4	-10,0	-6,0	-14,0	-11,0	-8,4	-10,0	-6,0	-14,0	-11,0	-11,0	-4,7	-4,7	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1						
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-LURJC)	-1,9	0,6	-1,7	0,4	-7,8	-2,8	-8,2	-2,0	-7,5	1,1	-8,6	-3,6	-2,0	-7,5	1,1	-8,6	-3,6	-3,6	-4,4	-4,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7						
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	-1,1	-0,5	-1,5	0,1	-8,6	-8,0	-10,2	-4,1	-7,2	-2,9	-12,1	-5,1	-4,1	-7,2	-2,9	-12,1	-5,1	-5,1	-5,0	-5,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5						
CEOE	-1,6	-0,6	-1,1	-0,8	-7,8	-6,7	-8,3	-3,3	-5,0	0,4	-10,7	-5,3	-3,3	-5,0	0,4	-10,7	-5,3	-5,3	-3,8	-3,8	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3						
ESADE	-1,5	-	-1,0	-	-6,9	-	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,2	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	-1,7	-1,5	-1,8	-2,6	-6,4	-7,2	-9,4	-6,4	-6,7	-3,1	-11,7	-8,5	-6,4	-6,7	-3,1	-11,7	-8,5	-8,5	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4						
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	-1,6	-0,4	-2,1	-2,1	-5,9	-1,1	-10,0	-5,5	-3,0	-5,0	-11,5	-6,0	-5,5	-3,0	-5,0	-11,5	-6,0	-6,0	-4,5	-4,5	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8						
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	-1,8	-0,4	-1,8	-1,0	-6,0	-1,5	-6,8	-3,0	-5,3	-1,0	-8,5	-4,1	-3,0	-5,3	-1,0	-8,5	-4,1	-4,1	-3,9	-3,9	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5						
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	-1,5	-0,9	-1,4	-0,8	-7,5	-6,6	-8,9	-5,2	-6,3	-3,9	-11,4	-6,8	-5,2	-6,3	-3,9	-11,4	-6,8	-6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
Intermoney	-2,1	-	-2,5	-	-4,6	-	-12,4	-	-10,8	-	-13,9	-	-	-10,8	-	-13,9	-	-	-5,1	-5,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
La Caixa	-1,5	-0,5	-1,3	-0,7	-6,3	-6,1	-9,2	-3,1	-7,6	-2,6	-10,9	-3,4	-3,1	-7,6	-2,6	-10,9	-3,4	-3,4	-4,0	-4,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2						
Repsol	-1,8	-0,6	-1,1	-0,5	-6,7	-5,7	-9,7	-4,8	-8,4	-1,4	-11,6	-6,5	-4,8	-8,4	-1,4	-11,6	-6,5	-6,5	-4,1	-4,1	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7						
Santander	-1,6	-0,2	-1,5	-0,8	-6,5	-6,0	-8,1	-5,0	-6,0	-1,8	-9,1	-6,6	-5,0	-6,0	-1,8	-9,1	-6,6	-6,6	-4,0	-4,0	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7						
Solchaga Recio & asociados	-1,8	0,0	-1,8	-0,7	-6,1	-3,5	-9,2	-2,4	-7,5	-0,4	-9,6	-3,3	-2,4	-7,5	-0,4	-9,6	-3,3	-3,3	-4,4	-4,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1						
CONSENSO (MEDIA)	-1,7	-0,6	-1,7	-1,0	-6,9	-5,4	-8,7	-3,8	-6,9	-1,9	-10,8	-5,2	-3,8	-6,9	-1,9	-10,8	-5,2	-5,2	-4,3	-4,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4						
Máximo	-1,1	0,6	-1,0	0,4	-4,6	-1,1	-1,3	-1,0	-3,0	1,4	-8,5	-2,2	-1,0	-3,0	1,4	-8,5	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7						
Mínimo	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6	-10,6	-9,6	-12,4	-8,4	-10,8	-6,0	-14,0	-5,3	-8,4	-10,8	-6,0	-14,0	-5,3	-5,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4						
Diferencia 2 meses antes (1)	0,0	-0,4	0,1	-0,3	0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9	-1,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4						
- Suben (2)	2	0	5	1	4	2	2	3	2	0	3	3	3	2	0	3	3	3	4	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0						
- Bajan (2)	2	7	0	6	4	8	7	6	7	10	6	6	6	7	10	6	6	6	3	3	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8						
Diferencia 6 meses antes (1)	-0,4	-0,8	-0,3	-0,6	-1,8	-2,1	-1,3	-1,6	-2,7	-3,1	-1,7	-1,1	-1,6	-2,7	-3,1	-1,7	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1						
Pro memoria:																																				
Gobierno (mayo 2012)	-1,7	0,2	-1,4	-1,1	-8,0	-4,6	-9,0	-0,5	-7,3 (3)	-0,2 (3)	-9,9	-0,7	-0,5	-7,3 (3)	-0,2 (3)	-9,9	-0,7	-0,7	-4,4	-4,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6						
Banco de España (enero 2012)	-1,5	0,2	-1,2	-0,5	-6,3	-3,3	-9,2	-2,2	-7,0 (3)	-0,9 (3)	-10,6	-3,1	-2,2	-7,0 (3)	-0,9 (3)	-10,6	-3,1	-3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
CE (mayo 2012)	-1,8	-0,3	-2,2	-1,3	-6,9	-3,5	-7,9	-3,2	-6,1	-3,0	-9,1	-3,5	-3,2	-6,1	-3,0	-9,1	-3,5	-3,5	-4,4	-4,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1						
FMI (abril 2012)	-1,8	0,1	-0,9	0,6	-7,6	-2,4	-7,5	-1,0	-	-	-	-	-1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
OCDE (mayo 2012)	-1,6	-0,8	-2,9	-1,8	-7,7	-4,5	-9,3	-2,4	-	-	-	-	-2,4	-	-	-	-	-	-5,3	-5,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5						

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

(3) Inversión en bienes de equipo.

Cuadro 1 (continuación)

**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JUNIO 2012**

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 (3)		Empleo (4)		Pago (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB) (5)		Saldo AA,PP (% del PIB)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	1,9	5,8	-8,9	0,5	--	--	1,8	1,1	--	--	-4,3	-2,5	25,0	26,6	-1,3	0,2	-5,6	-3,5
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	4,0	8,9	-6,2	1,6	--	--	1,9	0,7	--	--	-4,3	-2,0	24,6	24,8	-1,9	-0,4	-5,3	-3,0
Bankia	1,6	3,6	-6,6	0,9	-2,5	1,0	2,1	1,8	0,0	0,3	-3,5	-1,5	24,5	25,6	-2,5	-1,4	--	--
CatalunyaCaixa	0,8	3,3	-7,1	0,8	--	--	1,8	1,5	--	--	-4,2	-1,2	24,6	25,7	--	--	--	--
Cemex	1,8	5,6	-5,5	1,0	--	--	1,7	1,5	--	--	-4,0	-3,0	24,5	25,5	-1,9	-0,7	-5,8	-5,3
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-LURJC)	3,9	4,5	-4,7	0,4	--	--	1,7	1,5	--	--	-3,3	-0,5	24,1	24,3	-1,5	-0,1	-6,0	-3,9
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	2,8	4,8	-9,7	-0,6	-3,1	-1,3	2,3	2,6	1,5	2,0	-2,7	-1,2	23,3	23,9	-0,4	1,4	-5,5	-3,1
CEOE	3,1	5,8	-5,0	-0,2	-5,1	-3,5	1,9	1,1	-1,2	-0,5	-3,5	-1,7	24,2	25,4	-1,8	-0,5	-6,5	-4,2
ESADE	4,0	--	1,0	--	--	--	1,7	--	--	--	-3,0	--	24,0	--	-2,0	--	--	--
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	2,2	6,0	-6,6	-3,2	-7,1	-2,9	2,0	1,4	0,2	-0,5	-4,0	-2,7	24,5	26,1	-1,9	1,0	-6,2	-3,0
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	1,3	4,1	-9,0	-1,7	-4,5	-2,0	2,0	2,0	0,0	1,5	-2,8	-1,5	23,8	22,6	-1,0	-2,0	-5,3	-3,0
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	3,0	3,5	-4,0	-0,7	--	--	2,0	2,0	-2,6	-1,4	-2,5	-1,0	24,1	24,5	-2,5	0,2	-5,8	-3,3
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	2,5	5,2	-6,3	-0,5	-4,9	-4,7	1,8	1,4	--	--	--	--	24,3	25,5	-2,2	-0,7	--	--
Intermoney	-1,5	--	-11,0	--	-7,6	--	0,9	--	-0,3	--	-3,8	--	24,0	--	-0,5	--	-6,2	--
La Caixa	0,5	4,3	-7,4	-1,2	-4,7	-1,0	2,0	1,4	0,4	1,0	-4,3	-2,4	24,7	25,8	-2,0	-1,4	-6,4	-4,0
Repsol	1,0	6,8	-7,1	-0,3	-2,8	-0,5	1,9	1,5	0,6	0,6	-3,5	-1,5	24,6	24,8	-2,5	-1,9	-6,0	-4,0
Santander	4,3	6,8	-3,8	-0,9	--	--	1,8	1,4	0,4	0,4	-3,1	-1,6	23,8	24,6	-2,1	-1,0	--	--
Solchaga Recio & asociados	3,1	5,9	-5,3	-0,2	--	--	2,1	1,5	--	--	-3,9	-1,0	24,5	24,8	-1,2	-0,7	-6,5	-5,0
CONSENSO (MEDIA)	2,2	5,3	-6,3	-0,3	-4,7	-1,9	1,9	1,5	-0,1	0,4	-3,6	-1,7	24,3	25,0	-1,7	-0,5	-5,9	-3,8
Máximo	4,3	8,9	1,0	1,6	-2,5	1,0	2,3	2,6	1,5	2,0	-2,5	-0,5	25,0	26,6	-0,4	1,4	-5,3	-3,0
Mínimo	-1,5	3,3	-11,0	-3,2	-7,6	-4,7	0,9	0,7	-2,6	-1,4	-4,3	-3,0	23,3	22,6	-2,5	-2,0	-6,5	-5,3
Diferencia 2 meses antes (1)	-0,9	-0,4	-0,6	-0,3	-0,9	-1,4	0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,4
- Suben (2)	1	1	2	3	0	0	4	0	0	0	0	0	10	10	4	2	0	0
- Bajan (2)	8	6	8	5	6	5	3	4	5	3	7	6	0	0	1	1	5	6
Diferencia 6 meses antes (1)	-0,9	-1,1	-2,1	-1,8	-1,5	-2,2	0,3	0,0	-0,6	0,0	-0,9	-0,6	0,6	0,8	0,6	0,7	-0,6	-0,3
Pro memoria:																		
Gobierno (mayo 2012)	3,5	6,9	-5,1	1,3	--	--	1,6 (6)	2,2 (6)	0,2	-0,4	-3,7	-0,4	24,3	24,2	-0,9 (7)	0,8 (7)	-5,3	-3,0
Banco de España (enero 2012)	3,5	5,9	-4,8	1,2	--	--	1,5 (6)	1,2 (6)	-0,8	0,1	-3,0	-0,7	23,4	23,3	-1,4 (7)	0,0 (7)	-4,4	-3,0
CE (mayo 2012)	3,2	4,7	-5,6	-0,9	--	--	1,9	1,1	0,1	0,1	-3,7	-1,5	24,4	25,1	-2,0	-1,0	-6,4	-6,3
FMI (abril 2012)	2,1	4,1	-4,1	2,9	--	--	1,9	1,6	--	--	-3,2	0,1	24,2	23,9	-2,1	-1,7	-6,0	-5,7
OCDE (mayo 2012)	3,1	5,7	-9,2	0,8	--	--	1,6	2,1	--	--	--	--	24,5	25,3	-0,9	0,1	-5,4	-3,3

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).  
 (2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.  
 (3) Remuneración media por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.  
 (4) En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(5) Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.  
 (6) Deflactor del consumo privado.  
 (7) Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

**PREVISIONES TRIMESTRALES<sup>1</sup>**

Variación intertrimestral en porcentaje

	12-I T	12-II T	12-III T	12-IV T	13-I T	13-II T	13-III T	13-IV T
PIB <sup>2</sup>	-0,3	-0,7	-0,9	-0,6	0,0	0,2	0,2	0,4
Consumo hogares <sup>2</sup>	0,0	-0,8	-0,7	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	0,1

<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<sup>1</sup>**

Variación mensual en %				Variación interanual en %	
<i>abril-12</i>	<i>mayo-12</i>	<i>jun-12</i>	<i>jul-12</i>	<i>dic-12</i>	<i>dic-13</i>
1,4	-0,2	0,0	-0,7	1,8	1,5

<sup>1</sup> Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Cuadro 4

**OPINIONES**

Número de respuestas

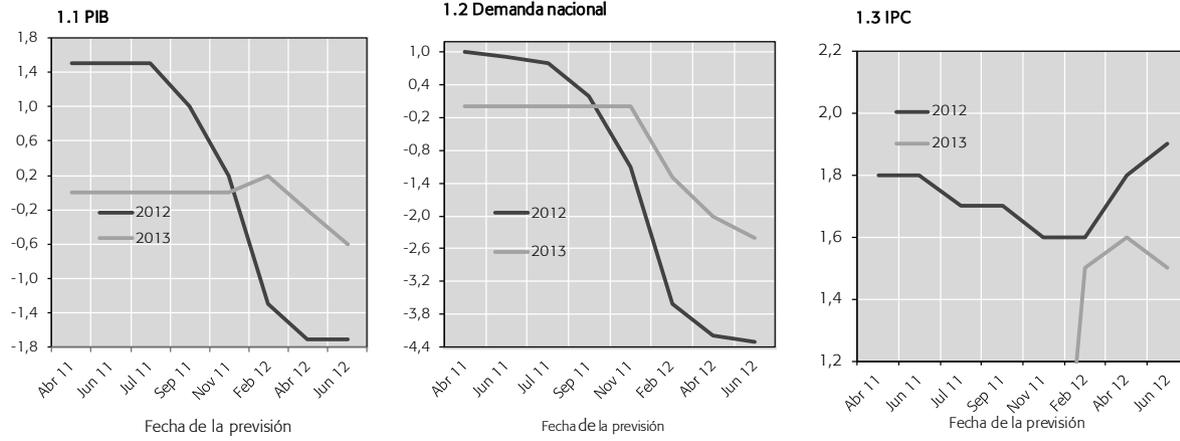
	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	<i>Favorable</i>	<i>Neutro</i>	<i>Desfavorable</i>	<i>A mejor</i>	<i>Igual</i>	<i>A peor</i>
Contexto internacional: UE	0	1	17	6	10	2
Contexto internacional: No-UE	1	16	1	4	13	1
	<i>Bajo<sup>1</sup></i>	<i>Normal<sup>1</sup></i>	<i>Alto<sup>1</sup></i>	<i>A aumentar</i>	<i>Estable</i>	<i>A disminuir</i>
Tipo interés a corto plazo <sup>2</sup>	4	9	5	1	9	8
Tipo interés a largo plazo <sup>3</sup>	1	2	15	2	8	8
	<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	10	7	1	0	5	13
	Está siendo			Debería ser		
	<i>Restrictiva</i>	<i>Neutra</i>	<i>Expansiva</i>	<i>Restrictiva</i>	<i>Neutra</i>	<i>Expansiva</i>
Valoración política fiscal <sup>1</sup>	18	0	0	13	5	0
Valoración política monetaria <sup>1</sup>	2	4	12	0	0	18

<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.

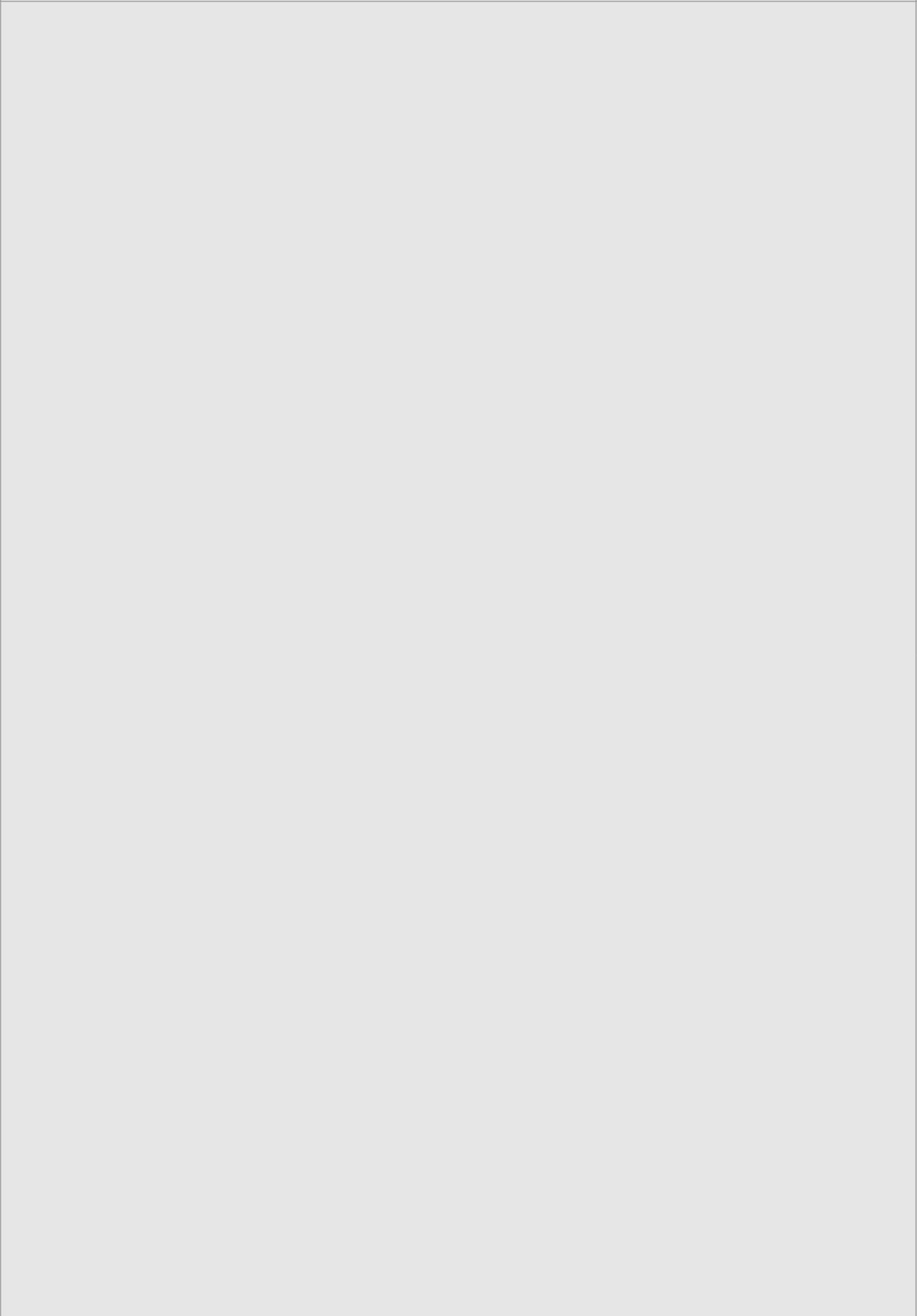
Gráfico 1

**EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES (VALORES DE CONSENSO)**

Variación anual en porcentaje



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.



## Previsiones de inflación\*

Los precios bajaron un 0,1% en mayo, lo que ha reducido la tasa de inflación en dos décimas porcentuales hasta el **1,9%**. La tasa **armonizada** también se situó en el **1,9%**, 0,5 puntos porcentuales menos que la tasa media de la eurozona, con lo que se mantiene el diferencial negativo por séptimo mes consecutivo. La inflación **subyacente** se mantuvo estable en el 1,1%, mientras que el **núcleo inflacionista**, que excluye todos los alimentos y los productos energéticos, se mantuvo también en el 0,7%.

La reducción de la tasa de inflación en mayo fue algo mayor de lo esperado como consecuencia del resultado sensiblemente mejor de lo previsto en los componentes más volátiles (alimentos no elaborados y productos energéticos). La inflación subyacente se situó en el nivel esperado.

La tasa de inflación de los **alimentos elaborados** aumentó una décima hasta el 3%, lo que se debe sobre todo al inesperado encarecimiento del tabaco. En los **bienes industriales no energéticos** (BINEs) la tasa de inflación se elevó una décima hasta el 0,2%. Desde finales de

\* IPC mayo 2012 - previsiones hasta diciembre 2013.

Cuadro 1

### IPC MAYO 2012: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

	Abril 2012 Observado	Mayo 2012		
		Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	2,1	1,9	2,0	-0,1
1.2. Inflación subyacente	1,1	1,1	1,1	0,0
1.2.1 Alimentos elaborados	2,9	3,0	2,8	0,2
1.2.2 BINE	0,1	0,2	0,2	0,0
1.2.3 Servicios	1,1	1,1	1,1	0,0
1.3. Alimentos sin elaboración	2,1	1,1	1,9	-0,8
1.4. Productos energéticos	8,9	8,3	9,1	-0,8
1.5. Núcleo inflacionista (bienes no energéticos y servicios)	0,7	0,7	0,7	0,0

Fuente: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

2011, esta se ha mantenido en un nivel muy reducido, fluctuando entre 0,1% y 0,3%. Si excluimos vestido y calzado, la tasa de inflación de este grupo es del 0%.

La inflación en los **servicios** continúa siendo muy moderada. En mayo se mantuvo en el 1,1%, pese al fuerte incremento de la tasa correspondiente a transporte por ferrocarril o del grupo denominado otros servicios de transporte. En hoteles y viajes organizados la inflación descendió ligeramente.

En cuanto a los grupos más volátiles, los **alimentos no elaborados**, cuya tasa de inflación repuntó el mes anterior hasta el 2,1%, volvió a descender en mayo hasta el 1,1%. Los productos que más pesaron en la subida de abril, pescado fresco y fruta fresca, se movieron en mayo en la dirección opuesta. Destaca especialmente el fuerte retroceso de la tasa interanual en legumbres y hortalizas frescas.

Los **productos energéticos** registraron en su conjunto una bajada de su tasa de inflación hasta el 8,3%, debido al descenso, mayor de lo esperado, de los precios de los carburantes y combustibles, reflejando la notable caída de la cotización del petróleo.

En suma, la bajada de la inflación de mayo se ha debido al descenso de la misma en los alimentos no elaborados y en los combustibles.

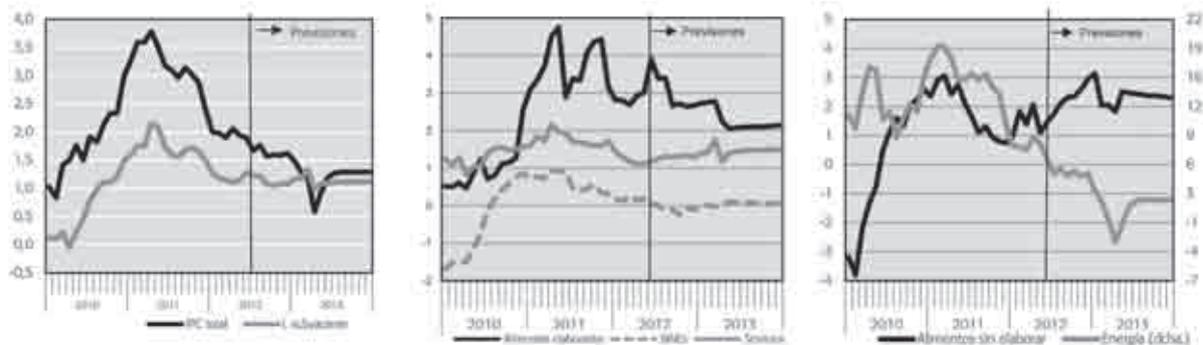
La fuerte reducción del precio del petróleo en las últimas semanas, hasta situarse por debajo de los 100 dólares por barril, ha obligado a revisar notablemente a la baja las previsiones de inflación en el escenario central, que ahora se aproxima al que en los meses anteriores era el escenario bajo. Es decir, la estimación de la tasa de inflación interanual de diciembre sería ahora, en el escenario central en el que se supone que el precio del petróleo se mantiene en el mismo nivel de los últimos días, del 1,6%. La previsión para diciembre de 2013 se sitúa en el 1,3%.

Si el petróleo recuperase una tendencia alcista, la tasa de inflación se movería en un nivel de en torno al 2,1% en diciembre de este año, y del 1,6% en diciembre de 2013. En el escenario alternativo en el que la tendencia continúa a la baja, las tasas interanuales de diciembre serían del 1,2% y del 1,1% respectivamente en 2012 y 2013.

Gráfico 1

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO**

Variación interanual en porcentaje. Previsiones a partir de junio 2012, escenario central



Fuente: INE y previsiones de FUNCAS.

Cuadro 2

PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA  
Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

		Fecha de actualización: 13-06-2012												Último dato observado: MAYO 2012	
Año	Mes	1. IPC total (a)		1.1. IPC subyacente (a)		1.1.1. Alimentos elaborados		1.1.2. B. Indust. no energét.		1.1.3. Servicios totales		1.2. Alimentos no elaborados		1.3. Ptos. energéticos (*)	
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual
2010	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
	<b>Media anual</b>	--	<b>1,8</b>	--	<b>0,6</b>	--	<b>1,0</b>	--	<b>-0,5</b>	--	<b>1,3</b>	--	<b>0,0</b>	--	<b>12,5</b>
	Diciembre	0,1	2,4	0,2	1,5	0,2	3,1	-0,3	0,3	0,5	1,7	0,5	0,7	-0,3	10,3
2011	<b>Media anual</b>	--	<b>3,2</b>	--	<b>1,7</b>	--	<b>3,8</b>	--	<b>0,6</b>	--	<b>1,8</b>	--	<b>1,8</b>	--	<b>15,7</b>
	Enero	-1,1	2,0	-1,7	1,3	0,3	2,8	-4,7	0,2	-0,3	1,4	0,2	1,0	2,3	8,0
	Febrero	0,1	2,0	0,0	1,2	0,2	2,8	-0,4	0,1	0,1	1,3	0,0	1,8	1,1	7,9
2012	Marzo	0,7	1,9	0,5	1,2	0,1	2,7	1,2	0,3	0,2	1,2	0,1	1,4	2,1	7,5
	Abril	1,4	2,1	1,2	1,1	0,6	2,9	2,7	0,1	0,5	1,1	0,6	2,1	2,9	8,9
	Mayo	-0,1	1,9	0,2	1,1	0,3	3,0	0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,6	1,1	-1,9	8,3
2012	Junio	-0,2	1,9	0,1	1,3	0,1	3,9	-0,3	0,1	0,3	1,2	0,2	1,5	-2,1	6,6
	Julio	-0,8	1,7	-0,9	1,2	0,1	3,4	-3,9	0,0	0,7	1,2	0,4	1,7	0,0	4,8
	Agosto	0,2	1,8	0,2	1,2	0,2	3,4	-0,3	-0,1	0,6	1,3	0,6	2,1	-0,1	5,5
2012	Septiembre	0,0	1,6	0,0	1,1	0,1	2,7	1,1	-0,1	-0,2	1,3	0,5	2,3	-0,1	4,6
	Octubre	0,8	1,6	0,9	1,0	0,4	2,7	2,9	-0,3	-0,2	1,3	-0,1	2,3	0,6	5,2
	Noviembre	0,4	1,6	0,5	1,1	0,2	2,6	1,5	-0,1	-0,2	1,3	0,2	2,6	0,0	4,6
2012	Diciembre	0,2	1,6	0,1	1,1	0,2	2,7	-0,4	-0,1	0,5	1,3	0,9	2,9	0,0	4,9
	<b>Media anual</b>	--	<b>1,8</b>	--	<b>1,2</b>	--	<b>3,0</b>	--	<b>0,0</b>	--	<b>1,3</b>	--	<b>1,9</b>	--	<b>6,4</b>
	Enero	-1,2	1,5	-1,6	1,2	0,3	2,7	-4,6	0,0	-0,2	1,4	0,4	3,1	0,4	2,9
2013	Febrero	-0,1	1,3	0,0	1,2	0,2	2,7	-0,4	0,0	0,2	1,4	-1,1	2,0	0,0	1,8
	Marzo	0,6	1,2	0,7	1,3	0,1	2,8	1,1	0,0	0,6	1,7	0,1	2,0	0,0	-0,3
	Abril	0,8	0,6	0,9	1,0	0,1	2,2	2,8	0,1	-0,1	1,2	0,3	1,8	0,4	-2,7
2013	Mayo	0,2	0,9	0,2	1,1	0,1	2,1	0,7	0,1	0,0	1,4	0,1	2,5	0,0	-0,8
	Junio	0,1	1,2	0,1	1,1	0,1	2,1	-0,3	0,1	0,3	1,4	0,2	2,5	0,0	1,3
	Julio	-0,7	1,3	-0,9	1,1	0,1	2,1	-3,9	0,1	0,7	1,5	0,3	2,4	0,5	1,8
2013	Agosto	0,2	1,3	0,2	1,1	0,2	2,1	-0,3	0,1	0,6	1,5	0,5	2,4	0,0	2,0
	Septiembre	0,0	1,3	0,0	1,1	0,1	2,1	1,1	0,1	-0,7	1,5	0,4	2,4	0,0	2,0
	Octubre	0,8	1,3	0,9	1,1	0,4	2,1	2,8	0,1	-0,2	1,5	-0,1	2,4	0,6	1,9
2013	Noviembre	0,4	1,3	0,5	1,1	0,2	2,1	1,5	0,1	-0,2	1,5	0,2	2,3	0,0	1,9
	Diciembre	0,2	1,3	0,1	1,1	0,2	2,1	-0,4	0,1	0,5	1,5	0,8	2,3	0,0	1,9
	<b>Media anual</b>	--	<b>1,2</b>	--	<b>1,1</b>	--	<b>2,3</b>	--	<b>0,1</b>	--	<b>1,5</b>	--	<b>2,4</b>	--	<b>1,1</b>

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 en torno a las cotizaciones medias de los 15 días anteriores al de la previsión.

(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.

Fuentes: INE y FUNCAS.

## Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa et al. (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda que muestran los distintos sectores. Así pues, el IPC total se desglosa en los siguientes componentes básicos: alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos, servicios, alimentos no elaborados y energía.

La agregación de los tres primeros componentes –que muestran una evolución más suave– da lugar al **IPC subyacente**, de tal forma que la agregación de los dos restantes componentes, que muestran una evolución más errática, da lugar al **IPC residual**.

Para cada uno de los cinco componentes básicos se elabora un modelo ARIMA o un modelo de indicador adelantado específico con el que se realizan las predicciones.

Una vez obtenida la predicción para cada uno de los cinco componentes se elaboran las predicciones para el IPC total, subyacente y residual mediante la agregación ponderada de las predicciones de sus respectivos componentes.

De este modo, el **IPC subyacente** sería la media ponderada del IPC de alimentos elaborados, de servicios y de bienes industriales no energéticos. Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente, de alimentos no elaborados y de energía, de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE.

## Bibliografía

- ESPASA, A., MATEA, M. L., MANZANO, M. C. & CATAJUS, 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: 02-07-12									
Indicador	2010	2011	2012(2)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS (1)		
							2012	2013	
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario) .....	-0,1	0,7	-0,4	0,3	-0,4	I.T.12	-1,7	-1,5	
- Demanda nacional (3) .....	-1,0	-1,8	-3,3	-2,9	-3,3	I.T.12	-4,4	-4,4	
- Saldo exterior (3) .....	0,9	2,5	2,8	3,2	2,8	I.T.12	2,7	2,9	
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros) .....	1051,3	1073,4	267,2	268,9	267,2	I.T.12	1065,3	1068,2	
2.- IPI (filtrado calendario) .....	0,8	-1,4	-6,4	-7,5	-8,3	abr-12	-7,1	-2,9	
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional) .....	-2,6	-2,0	-3,8	-3,3	-3,8	I.T.12	-4,0	-2,7	
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.) .....	20,1	21,0	23,7	22,9	23,7	I.T.12	24,5	26,1	
5.- IPC - Total .....	1,8	3,2	2,0	1,9	1,9	jun-12	1,8	1,2	
5.b.- IPC - Inflación subyacente .....	0,6	1,7	1,2	1,1	1,1	may-12	1,2	1,1	
6.- Deflactor del PIB .....	0,4	1,4	0,5	1,2	0,5	I.T.12	0,9	1,8	
7.- Coste laboral por unidad producida .....	-2,6	-1,9	-2,5	-2,5	-2,5	I.T.12	-2,2	-1,7	
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:									
- millones euros, media mensual .....	-4033,6	-3124,8	-4949,9	-3010,3	-1678,6	abr-12	-1683,1	914,3	
- % del PIB .....	-4,6	-3,5	-	-2,6	-5,5	I.T.12	-1,9	1,0	
9.- Déficit/superávit público (total AA,PP, % del PIB) .....	-9,3	-8,9	-	-8,6	-8,9	IV.T.11	-6,2	-3,0	
10.- Euribor a tres meses (%) .....	0,81	1,39	0,87	0,68	0,66	jun-12	0,81	1,06	
11.- Tipo deuda pública 10 años (%) .....	4,25	5,43	5,70	6,13	6,59	jun-12	5,64	5,16	
12.- Tipo de cambio: dólares por euro .....	1,327	1,392	1,297	1,279	1,252	jun-12	1,286	1,259	
- % variación interanual .....	-4,8	4,9	-7,6	-10,9	-13,0	jun-12	-7,6	-2,1	
13. Financiación a empresas y familias (4) .....	-22,6	-23,7	-1,6	-3,2	6,3	may-12	-	-	
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4) .....	1003,73	857,7	617,2	707,5	617,2	may-12	-	-	

(1) Medias del periodo

(2) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e Índice de Bolsa de Madrid (dato del último día de cada periodo).

(3) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

(4) Datos de fin de periodo

Fuentes: MH, MTAS, INE y Banco de España.

\*La página web de FUNCAS (<http://www.funcas.es>) incluye actualizados "Los 100 principales indicadores coyunturales de la economía española".

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM							
Fecha de actualización: 02-07-12							
		2009	2010	2011	2012 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre
<b>A. CONVERGENCIA NOMINAL</b>							
<b>1. Inflación</b> .....	España	-0,2	2,0	3,1	1,9	2,5	1,8 jun-12
(IPCA, % var. anual)	UEM	0,3	1,6	2,7	2,4	2,7	2,4 jun-12
	UE-27	1,0	2,1	3,1	2,6	3,0	2,6 may-12
	3 mejores UE	-0,9	-0,7	-0,7	--	1,6	1,2 may-12
<b>2. CLU, total economía</b> .....	España	1,4	-2,6	-1,9	-1,8	-2,0	-2,5 I T.12
(% var. anual)	UEM	4,1	-0,8	0,8	1,6	1,3	1,7 I T.12
	UE-27	4,2	-0,4	-0,4	0,9	1,5	2,1 I T.12
<b>3. Déficit público</b> .....	España	-11,2	-9,3	-8,9	-6,4	-8,9	-- IV T.11
(% PIB)	UEM	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-4,1	-- IV T.11
	UE-27	-6,9	-6,5	-4,5	-3,6	-4,5	-- IV T.11
<b>4. Deuda pública</b> .....	España	53,9	61,2	68,5	80,9	72,1	-- I T.12
(% PIB)	UEM	80,6	86,2	88,6	92,4	88,6	-- IV T.11
	UE-27	74,8	80,2	83,0	86,2	83,0	-- IV T.11
<b>5. Tipos deuda 10 años</b> .....	España	4,0	4,3	5,4	--	5,5	6,1 may-12
(%)	UEM	4,0	3,8	4,3	--	4,0	3,5 may-12
	UE-15	3,8	3,5	4,0	--	3,8	3,6 may-12
<b>B. CONVERGENCIA REAL</b>							
<b>6. Crecimiento del PIB</b> .....	España	-3,7	-0,1	0,7	-1,8	0,4	-0,4 I T.12
(% var. anual)	UEM	-4,1	1,9	1,5	-0,3	0,9	-0,1 I T.12
	UE-27	-4,3	2,0	1,5	0,0	1,0	0,1 I T.12
<b>7. PIB per cápita</b> .....	España	103,0	100,4	99,2	--	--	--
(PPA, UE-27=100)	UEM	108,9	108,6	108,2	--	--	--
<b>8. Crecimiento del empleo</b> ....	España	-6,6	-2,6	-2,0	-2,0	-2,6	-3,8 I T.12
(% var. anual)	UEM	-1,8	-0,5	0,1	0,1	0,0	-0,4 I T.12
	UE-27	-1,8	-0,5	0,2	0,2	0,1	-0,1 I T.12
<b>9. Tasa de paro</b> .....	España	18,0	20,1	21,7	22,7	22,4	24,3 abr-12
(% poblac. activa)	UEM	9,6	10,1	10,1	10,5	10,4	11,0 abr-12
	UE-27	9,2	9,6	9,7	9,9	9,8	10,3 abr-12
<b>10. Tasa de ocupación</b> .....	España	60,6	59,4	58,5	--	58,0	56,5 I T.12
(% poblac. 15-64 años)	UEM	64,7	64,2	64,3	--	64,3	64,3 IV T.11
	UE-27	64,6	64,2	64,2	--	64,2	64,2 IV T.11

(1) Previsiones de la Comisión Europea (primavera 2012).

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.ceca.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: 02-07-12

	1.-PIB (c.v.e. y calendario laboral)						2.-Demanda interna (c.v.e., aportac. al crec. PIB)							
	Media 1983-2011	2010	2011 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)	Media 1983-2011	2010	2011 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)		
Alemania	1,9	3,7	3,0	2,0	1,2	I.T.12	0,7	1,7	2,2	2,4	2,0	0,8	I.T.12	1,0
Francia	1,8	1,5	1,7	1,2	0,3	I.T.12	0,5	1,9	1,6	1,7	0,3	-1,1	I.T.12	0,2
Italia	1,5	1,8	0,4	-0,5	-1,4	I.T.12	-1,4	1,5	2,1	-0,9	-3,5	-4,5	I.T.12	-2,9
Reino Unido	2,4	1,8	0,8	0,6	-0,2	I.T.12	0,5	2,6	2,4	-0,4	-0,5	0,4	I.T.12	-0,1
España	2,7	-0,1	0,7	0,3	-0,4	I.T.12	-1,8	2,9	-1,0	-1,7	-2,9	-3,3	I.T.12	-4,4
UEM	2,0	1,9	1,5	0,7	-0,1	I.T.12	-0,3	2,0	1,2	0,5	-0,6	-1,4	I.T.12	-1,1
UE-27	2,1	2,0	1,5	0,8	0,1	I.T.12	0,0	2,1	1,5	0,6	-0,4	-0,8	I.T.12	-0,7
EE.UU.	2,9	3,0	1,7	1,6	2,0	I.T.12	2,0	3,0	3,5	1,7	1,6	1,9	I.T.12	2,2
Japón	2,0	4,4	-0,7	-0,5	2,7	I.T.12	1,9	1,8	2,5	0,1	0,6	3,4	I.T.12	2,1
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), primavera 2012. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.													

	3.- Producción industrial (corregido calendario)						4.-Precios de consumo							
	Media 1983-2011	2010	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)		
Alemania	2,1	10,9	7,6	0,6	1,4	-0,8	abr-12	1,9	2,5	2,3	2,2	2,0	jun-12	2,3
Francia	0,8	4,8	2,5	-0,9	-1,3	2,0	abr-12	2,7	2,3	2,5	2,4	2,3	may-12	2,1
Italia	0,9	5,7	0,1	-8,6	-5,6	-9,2	abr-12	4,3	2,9	3,6	3,5	3,6	jun-12	3,2
Reino Unido	0,7	1,8	-1,1	-2,9	-1,8	-1,7	abr-12	3,3	4,5	3,3	3,0	2,8	may-12	2,9
España	1,0	0,8	-1,4	-6,4	-7,5	-8,3	abr-12	4,7	3,1	1,9	1,9	1,8	jun-12	1,9
UEM	1,5	7,3	3,5	-1,6	-1,5	-2,3	abr-12	2,9	2,7	2,6	2,4	2,4	jun-12	2,4
UE-27	1,5	6,7	3,2	-1,5	-1,4	-1,7	abr-12	3,7	3,1	2,8	2,7	2,6	may-12	2,6
EE.UU.	2,4	5,4	4,1	4,6	5,1	4,7	may-12	3,0	3,2	2,5	2,3	1,7	may-12	2,5
Japón	1,4	16,6	-2,3	5,1	15,9	12,9	abr-12	0,6	-0,3	0,3	0,5	0,2	may-12	-0,3
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. Fuente: Eurostat.						(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2012. Eurostat (IAPC) y MEH.							

	5.- Empleo (Cont. Nac.)						6.- Tasa de paro (% poblac. activa)							
	Media 1983-2011	2010	2011 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)	Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)		
Alemania	0,7	0,5	1,3	1,3	1,4	I.T.12	0,4	7,7	5,9	5,5	5,5	5,4	abr-12	5,5
Francia	0,6	0,1	0,9	0,5	0,2	I.T.12	0,4	9,3	9,7	10,1	10,1	10,2	abr-12	10,2
Italia	0,5	-0,7	0,3	0,2	0,2	I.T.12	-0,1	8,9	8,4	9,9	10,1	10,2	abr-12	9,5
Reino Unido	0,7	0,3	0,5	0,0	0,0	I.T.12	0,5	7,6	8,0	8,2	8,2	6,1	feb-12	8,5
España	1,4	-2,0	-2,0	-3,3	-3,8	I.T.12	-0,4	15,3	21,7	23,9	24,1	24,3	abr-12	24,4
UEM	0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,4	I.T.12	0,0	9,1	10,1	10,9	11,0	11,0	abr-12	10,1
UE-27	0,6	-0,5	0,2	0,0	-0,1	I.T.12	0,1	8,7	9,7	10,2	10,2	10,3	abr-12	9,7
EE.UU.	1,2	-0,6	0,6	1,1	1,8	I.T.12	0,4	6,2	8,9	8,2	8,1	8,2	may-12	8,2
Japón	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	I.T.12	0,1	3,6	5,1	4,5	4,6	4,4	may-12	4,5
Notas y Fuentes:	(1) Media periodo. (2) Prev. CE, primavera 2012. Comisión Europea e Institutos de Estadística de los países.						(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2012. 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: 02-07-12

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media			Prev.	Media			Prev.	Media			Prev.
	1993-2011	2010	2011	2012 (1)	1993-2011	2010	2011	2012 (1)	1993-2011	2010	2011	2012 (1)
Alemania	-2,4	-4,3	-1,0	-0,9	56,1	83,0	81,2	82,2	2,3	5,8	5,3	4,7
Francia	-3,5	-7,1	-5,2	-4,5	53,6	82,3	85,8	90,5	-0,3	-2,2	-2,7	-2,4
Italia	-6,7	-4,6	-3,9	-2,0	104,7	118,6	120,1	123,5	-0,4	-3,5	-3,1	-2,2
Reino Unido	-3,4	-10,2	-8,3	-6,7	47,8	79,6	85,7	91,2	-1,9	-3,3	-1,9	-1,7
España	-4,2	-9,3	-8,9	-8,4	50,8	61,2	68,5	80,9	-3,2	-4,5	-3,9	-2,0
UEM	-3,7	-6,2	-4,1	-3,2	66,6	86,2	88,6	92,4	0,3	0,1	0,2	0,6
UE-27	-3,5	-6,5	-4,5	-3,6	62,0	80,2	83,0	86,2	-0,1	-0,3	0,0	0,3
EE.UU.	-4,0	-10,6	-9,6	-8,3	66,3	99,1	103,5	108,9	-3,2	-3,3	-3,2	-3,1
Japón	-0,7	-8,4	-8,2	-8,2	118,4	197,6	211,4	219,0	2,8	3,6	2,0	1,7
Notas y Fuentes:	(1) Previsiones Comisión Europea, primavera 2012. Eurostat, Comisión Europea y FMI.											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media	Media	Media	Mar	Abr	May	Media	Media	Media	Mar	Abr	May
	1993-2011	2010	2011	2012	2012	2012	1993-2011	2010	2011	2012	2012	2012
Alemania	4,41	0,67	1,29	0,70	0,61	0,53	5,60	2,78	2,66	1,88	1,72	1,47
Francia	5,95	0,81	1,39	—	—	—	6,64	3,12	3,32	2,95	3,00	2,76
Italia	7,31	0,81	1,39	—	—	—	6,55	4,03	5,38	4,97	5,52	5,77
Reino Unido	7,06	0,57	0,81	0,99	0,97	0,96	7,13	3,56	3,04	2,26	2,13	1,88
España	7,80	0,86	1,34	0,94	—	—	8,40	4,25	5,44	5,17	5,83	6,13
UEM	6,11	0,81	1,39	0,86	0,74	0,68	7,05	3,79	4,31	3,29	3,39	3,53
UE-15	6,27	0,78	1,32	0,91	0,81	0,76	7,06	3,52	4,02	3,56	3,65	3,63
EE.UU.	5,02	0,40	0,32	0,35	0,34	0,37	6,42	3,23	2,80	2,16	2,03	1,79
Japón	2,37	0,11	0,12	0,11	0,11	0,10	3,36	1,18	1,12	1,01	0,96	0,86
Notas y Fuentes:	(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.						(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.					

	12.- Bolsas de valores				13.- Tipos de cambio					
	Fin de periodo			% var. anual últ. dato	Media de datos diarios				% var. anual últ. dato	
	2011	Abr 2012	May 2012		1993-2011	2011	Abr 2012	May 2012		
NYSE (Dow Jones)	12217,6	13213,63	12393,45	-1,4	\$ por 1 euro	1,156	1,392	1,316	1,279	-10,9
Tokio (Nikkei)	8455,4	9520,89	8542,73	-11,9	¥ por 1 euro	144,6	111,0	107,0	102,0	-12,4
Londres (FT-SE 100)	5572,3	5737,78	5320,86	-11,2	£ por 1 dólar	129,9	79,8	81,3	79,7	-1,8
Frankfort (Dax-Xetra)	5898,4	6761,19	6264,38	-14,1	Tipo efec. euro (1)	65,7	104,4	99,5	98,0	-6,5
París (CAC 40)	3159,8	3212,80	3017,01	-24,7	Tipo efec. \$ (1)	44,4	74,5	76,1	77,3	6,2
Madrid (Ibex 35)	8563,3	7011,00	6089,80	-41,9	Tipo efec. ¥ (1)	50,4	128,6	127,8	132,3	7,5
Notas y Fuentes:	Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".				(1) Tipo medio frente países desarrollados, 1999 = 100. BCE y Banco de España.					

14.- Precios materias primas	En dólares					En euros				
	Media 1995-2011	Media 2011	Abr 2012	May 2012	% var. anual últ dato	Media 1995-2011	Media 2011	Abr 2012	May 2012	% var. anual últ dato
Índice "The Economist" (2005=100):										
- Total	113,4	209,8	191,0	188,2	-13,6	114,4	187,3	180,3	182,9	-3,1
- Alimentos	121,5	220,4	210,9	210,6	-6,6	123,0	196,9	199,2	204,8	4,8
- Prod. industriales	104,6	198,8	170,2	164,9	-21,5	105,1	177,3	160,6	160,2	-11,9
Petróleo Brent (\$ o euros/barril)	45,5	111,3	120,1	110,2	-4,3	36,1	80,0	91,2	86,2	7,3
Fuente:	"The Economist". Los datos en euros están obtenidos aplicando el tipo medio mensual euro/dólar.									

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.es>

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 131. La economía del transporte marítimo y los puertos  
 N.º 132. La empresa en España

#### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 103. Agencias de calificación crediticia  
 N.º 104. Los tipos de cambio tras la gran recesión

#### PANORAMA SOCIAL

- N.º 13. Retos actuales de la sociedad española  
 N.º 14. El ocio de los españoles

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 226. 2011: Débil y dispar crecimiento autonómico  
 N.º 227. Presupuestos para la austeridad

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2012					
Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	55	39	17	12
Perspectivas del Sistema Financiero	3 números	40	28	15	11
Cuadernos de Información Económica	6 números	66	46	13	9
Panorama Social	2 números	25	17	14	9
Libros				15	10
Estudios				13	9

## SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

**INTERNET:** <http://www.funcas.es/Publicaciones/Compras/>

**E-MAIL:** [suscrip@funcas.es](mailto:suscrip@funcas.es)





***Es bueno  
que algunas cosas  
no cambien nunca***

En "la Caixa" seguimos creyendo que  
estar a tu lado nos llevará muy lejos.  
Ayer, hoy y siempre.  
Nuestros valores no cambian.



**[Tú] eres la Estrella**

# Un mundo más sencillo es posible

**Descubre el mundo m2m de Telefónica.**

**Descubre la comunicación inteligente entre objetos.**

En Telefónica, llevamos muchos años innovando en nuestras propuestas con un solo objetivo. Que la tecnología ayude a hacer la vida más sencilla.

Descubre cómo las soluciones m2m de Telefónica pueden transformar los negocios y la manera de hacer las cosas, fácilmente.

Así, iniciaremos juntos el camino hacia un mundo más eficiente y sostenible.

**Bienvenido a m2m. Bienvenido a un mundo mejor.**

**m2m.telefonica.com**

**@m2mtelefonica**

*Telefonica*