

Cuadernos

de Información Económica

230

SEPTIEMBRE/OCTUBRE
2012

Ahorrar en tiempos de crisis

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El ahorro en las
comunidades
autónomas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Lecciones del
sobreendeudamiento
público

SISTEMA FINANCIERO

Los "bancos
malos" a examen

ACTUALIDAD SOCIAL

Un 20% de los
españoles no llega
a fin de mes

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



REPSOL

Inventemos el futuro

Cuadernos

de Información Económica

230

SEPTIEMBRE/OCTUBRE
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

María Jesús Fernández Sánchez

Ángel Laborda Peralta

Antonio Jesús Romero Mora

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)

Mario Fernández Pelaz

Amado Franco Lahoz

Jordi Mestre González

Antonio Pulido Gutiérrez

Juan Manuel Suárez del Toro Rivero

Adolfo Todó Rovira

Victorio Valle Sánchez



PRESENTACIÓN

ECONOMÍA ESPAÑOLA

- | | | |
|---------------|----|--|
| <u>Página</u> | 1 | El difícil ejercicio de ahorrar cuando caen las rentas
<i>Ángel Laborda y María Jesús Fernández</i> |
| | 16 | [Recuadro gráfico: El destino del ahorro financiero de hogares y empresas durante la crisis] |
| | 21 | El ahorro interior bruto en los años 2008-2011. Distribución regional del ahorro bruto y de las familias
<i>Pablo Alcaide Guindo</i> |
| | 39 | El ahorro financiero familiar en España: el deterioro continúa
<i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i> |

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- | | | |
|---------------|----|---|
| <u>Página</u> | 49 | La historia de los remedios al sobreendeudamiento público
<i>Alfonso Carbajo Isla</i> |
| | 57 | Informes de los organismos económicos internacionales
<i>Resumen de la Redacción de Cuadernos</i> |
| | 61 | Resumen de prensa |
| | 61 | Comentario de actualidad, <i>Ramon Boixareu</i> |
| | 63 | La información económica en la prensa internacional |

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

- | | | |
|---------------|----|--|
| <u>Página</u> | 79 | De los test de estrés al banco malo: pasos fundamentales en la resolución de la crisis bancaria
<i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i> |
| | 85 | Mercados financieros segmentados
<i>David Cano Martínez</i> |

<u>Página</u>	95	“Bancos Malos”: experiencias internacionales y el caso español <i>Alfonso García Mora y Enrique Martín</i>
	105	Viabilidad de las entidades financieras y las nuevas metodologías reguladoras <i>Gumersindo Ruiz y Ramón Trias</i>
	117	Liderazgo empresarial en tiempos de crisis <i>Ángel Pes</i>
	123	Panorámica empresarial <i>Carlos Humanes</i>
	129	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

ACTUALIDAD SOCIAL

<u>Página</u>	135	El ahorro de las familias españolas: indicios de agotamiento entre los más vulnerables <i>María Miyar Busto y María Ramos Martín</i>
---------------	-----	--

OTRAS COLABORACIONES

<u>Página</u>	145	Lloyd S. Shapley y Alvin E. Roth: un Nobel a la elegancia y la sencillez <i>José Alcalde y Antonio Romero-Medina</i>
	151	Robert E. Lucas Jr., Premio Nobel de Economía 1995 <i>Alfonso Carbajo Isla</i>

INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas

<u>Página</u>	157	Panel de previsiones de la economía española
	165	Previsiones de inflación
	169	Principales indicadores coyunturales de la economía española
	170	Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM
	171	Indicadores básicos de la economía internacional

Una de las reflexiones básicas en la historia de la Ciencia Económica parte de que el ahorro es una variable de importancia capital ya que permite la acumulación de activos y, como consecuencia, las posibilidades de crecimiento a largo plazo. De ahí, que se señale que el ahorro de hoy es el crecimiento de mañana y el empleo de pasado mañana.

Por otra parte, y ya desde un punto de vista sociológico, las encuestas de opinión muestran que los ciudadanos consideran mayoritariamente al ahorro como una actividad virtuosa que, sin embargo, cuando se examinan los datos se observa que se practica poco, incluso en etapas de bonanza.

Como cada año, y con el fin de recordar a la sociedad española la importancia de esta variable económica, aún más relevante en estos momentos críticos, *Cuadernos de Información Económica* se suma a la conmemoración del Día Mundial del Ahorro, que se celebra el 31 de octubre, dedicando el quinto número del año al ahorro.

El ahorro como argumento central

Pese a la destacada importancia del ahorro como variable impulsora del crecimiento, el **ahorro nacional** continúa su senda descendente desde el comienzo de la crisis, ya que el esfuerzo realizado por las empresas no financieras, que ha permitido impulsar el ahorro privado pese a la desaceleración del ahorro familiar que lo complementa, no ha sido suficiente para recuperar el notable deterioro sufrido por el ahorro público, desde hace años en

valores negativos, lo que indica la insuficiencia de los ingresos públicos para cubrir sus gastos de consumo.

En esta dirección, la colaboración de **Ángel Laborda** y **María Jesús Fernández**, de la Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas, analiza la formación del ahorro por los agentes económicos nacionales en 2011, y estima su comportamiento para 2012 y 2013.

Partiendo de la situación de la economía internacional y española, los autores observan la fuerte caída del ahorro nacional en los últimos años, consecuencia de la crisis económica. El deterioro se explica por la situación de las familias, incapaces de mantener la tasa de ahorro ante la pérdida de renta y el aumento de las cargas impositivas, y por la evolución del sector público, pese a la leve mejoría esperada en 2012 y la prevista para 2013. El vigoroso crecimiento del ahorro de las empresas no financieras solo ha permitido frenar una caída más intensa del ahorro nacional.

El recuadro gráfico, que también elaboran **Ángel Laborda** y **María Jesús Fernández**, muestra el comportamiento diferencial del esfuerzo llevado a cabo en la reducción del endeudamiento de familias y empresas, uno de los más graves factores que afecta a la economía española. Mientras que en las primeras, la mayor parte del ahorro financiero fue destinado a la adquisición de activos financieros, las empresas lo aplicaron a la reducción de deudas, rebajando así su apalancamiento.

Desde una **óptica regional**, **Pablo Alcaide**, Director del Gabinete de Economía Regional de Funcas, tras desta-

car en su artículo la importancia del ahorro como variable macroeconómica fundamental para el crecimiento económico, analiza el ahorro de las comunidades autónomas, desde una doble óptica: el total regional y el familiar.

En relación con el ahorro total, se observa una evolución descendente de las tasas regionales en el período 2008-2011 y una elevada dispersión entre las comunidades, que se mueven en un rango que en 2011 fluctúa entre el 25,5% de Madrid y el 8,5% de Extremadura.

Por su parte, la tasa de ahorro regional de las familias también decrece desde el 13,8 al 11% entre 2008 y 2011 y, en este último año, varía entre el 15,6% de Extremadura y el 9,2% de Cataluña.

Merece la pena detenerse también en el análisis del **ahorro financiero familiar**, ya que en una coyuntura de elevado endeudamiento como la que vivimos, el conocimiento de la situación financiera de las economías domésticas, y de sus esfuerzos por lograr el desapalancamiento y reconstituir así el patrimonio familiar, son aspectos imprescindibles para realizar estimaciones del momento de salida de la crisis.

El artículo de la **Dirección de Estudios Financieros de Funcas** examina la evolución del ahorro y de la riqueza financiera familiar en el período 2000-2011, y aporta previsiones para 2012 de esta última variable.

Del trabajo merecen destacarse las siguientes conclusiones:

1. La tasa de ahorro financiero familiar, tras una espectacular subida en 2009, continúa mostrando desde entonces valores positivos, aunque estos se están desacelerando, tendencia que se prevé se siga manteniendo también en este año.

2. El efectivo y los depósitos se han convertido en los últimos seis años en un valor refugio dentro del patrimonio familiar, al pasar del 36,5% en 2006 a más del 50% en 2012. Por su parte, el peso de las acciones y otras participaciones cae en el mismo período del 33% al 20%.

3. Tras lograr un máximo en términos absolutos en 2007, la riqueza financiera familiar cayó fuertemente en 2008, se recuperó en los dos años siguientes y vuelve a disminuir en 2011 y 2012.

4. Por su parte, el endeudamiento se reduce muy ligeramente desde valores máximos de 2008 a un ritmo aproximado del 1,6% anual.

De los datos anteriores parece desprenderse la necesidad de intensificar el esfuerzo para aumentar el ahorro financiero y lograr así una salida más rápida de la crisis.

Resulta indudable que el deterioro de la situación económica y financiera tiene efectos muy directos sobre el comportamiento de los individuos, tal como se constata al examinar las variaciones experimentadas en las tasas de ahorro familiar de los últimos años.

Desde una **óptica sociológica**, **María Miyar** y **María Ramos**, de la UNED, examinan el perfil ahorrador de los españoles en la coyuntura actual y las expectativas de estos en cuanto a su futuro patrón de comportamiento respecto al ahorro.

Como era de esperar, en 2012, y con respecto a 2011, se aprecian dificultades crecientes en las familias españolas para generar ahorro: sólo un tercio declara que llega con holgura a fin de mes (un tres por ciento dice que ahorra bastante) y del resto de hogares, la mitad ajusta con dificultad sus gastos a sus ingresos mensuales, mientras que una familia de cada siete no puede hacerlo, teniendo que recurrir a ahorros previos o a endeudamiento.

Un retraso en la salida de la crisis, y el consecuente agotamiento de estas vías, genera expectativas pesimistas para estos últimos colectivos que, sintiendo ya su situación financiera muy frágil, temen que se pueda agravar en los próximos meses.

La escasez de ahorro tiene también notables consecuencias sobre la situación de las haciendas públicas de muchos países. En su reunión anual, celebrada en el pasado mes de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prestó una especial atención al problema del excesivo **endeudamiento de los sectores públicos** nacionales que, en estos momentos, constituye una seria amenaza para la estabilidad económica y financiera internacional.

El artículo del Economista y Técnico Comercial del Estado **Alfonso Carbajo** afronta este problema tan actual destacando su amplitud y los niveles alcanzados. Tras examinar la evolución de la deuda pública en los últimos treinta años y la magnitud que alcanzará en el actual, recoge los divergentes diagnósticos facilitados por la literatura económica, para centrarse después en el análisis histórico realizado por el FMI sobre datos que arrancan en 1875, concluyendo que:

1. Reducir la ratio deuda pública/PIB requiere una combinación de consolidación fiscal y políticas de crecimiento.

2. La consolidación fiscal exige reformas permanentes y no meras medidas transitorias; y

3. El proceso de aminorar el endeudamiento público es lento.

Tres recetas que deben ser tenidas muy en cuenta por la sociedad española en el esfuerzo irrenunciable de reducir el déficit y el endeudamiento públicos.

Tomando también el ahorro como argumento central de este número, cabe destacar el papel de la **inversión financiera** como forma de colocación de aquel, aunque en la coyuntura actual plantee una elevada complejidad dada la disparidad cíclica de los grandes bloques económicos, que incluso se produce internamente dentro de una misma área como la eurozona, y que se agranda aún más por la diversidad de políticas económicas aplicadas.

El artículo de **David Cano**, de Afi, repasa el comportamiento de algunos de los más importantes mercados financieros internacionales: renta fija, pública y privada, y renta variable, destacando en esta última a los beneficios empresariales como principal factor explicativo de los movimientos en las cotizaciones bursátiles.

«Bancos malos» y reestructuración de entidades

Los últimos números de *Cuadernos* se vienen haciendo eco de las medidas que se están tomando para la resolución de la crisis bancaria, en el marco del Memorando de Entendimiento que España firmó el pasado mes de julio.

El artículo de los profesores **Santiago Carbó** (Bangor Business School) y **Francisco Rodríguez** (Universidad de Granada), y ambos de Funcas, se dedica al análisis de las dos últimas novedades de este proceso: las pruebas individuales de esfuerzo publicadas a finales de septiembre pasado y la creación del denominado «banco malo» el 30 de octubre último.

Con referencia a las primeras, los autores examinan los resultados en términos de necesidades de capital y ordenación en los cuatro grupos que preveía el Memorando, y destacan que estas pruebas son las más exigentes realizadas hasta el presente en la UE.

En relación con el SAREB o «banco malo», y con los datos provisionales disponibles, Carbó y Rodríguez explican su organización, funcionamiento y estructura

financiera, poniendo una especial atención en la transferencia de activos y su valoración.

Para ayudar a comprender mejor el funcionamiento futuro del SAREB resulta de interés examinar las **experiencias internacionales de otros «bancos malos»** creados recientemente, y a este objetivo se dirige el artículo de **Alfonso García Mora** y **Enrique Martín**, de Afi.

Tras señalar los motivos que aconsejan la creación de este tipo de entidades, los autores analizan los mecanismos utilizados por algunos de ellos, como el sueco Securum, el irlandés NAMA o las sociedades instrumentales de Alemania y Reino Unido, para a continuación referirse al caso español abordando dos cuestiones clave: ¿por qué se toma la iniciativa en este momento? Y ¿qué asuntos quedan aún pendientes?

García Mora y Martín finalizan su trabajo afirmando que la creación de un «banco malo» y la recapitalización del sector bancario son condiciones necesarias, pero no suficientes, para el logro de la recuperación económica. Se necesita, además, estimular el mercado inmobiliario para evitar su deterioro y las consecuencias negativas que ello tendría sobre los deudores.

Un tercer artículo toma en consideración las cuestiones que el sistema bancario español debe afrontar en un inmediato futuro: la aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea III), las normas reformadoras implementadas por el Gobierno y el estudio de la viabilidad de las entidades.

Ante esta situación, el trabajo elaborado por el catedrático de la Universidad de Málaga **Gumersindo Ruiz** y **Ramón Trias**, de la empresa Aplicaciones de Inteligencia Artificial, propone un modelo de toma de decisiones para la maximización de beneficios, condicionado a las restricciones normativas y al entorno macroeconómico. Con este argumento, el artículo comienza examinando la exigencia normativa, contemplada en el RD-L 24/2012, de un plan de viabilidad para la reestructuración de determinadas entidades de depósito, propone a continuación una metodología que optimice la toma de decisiones, en términos de riesgo y rentabilidad, condicionada a las restricciones legales y al entorno macroeconómico, para proponer finalmente una aplicación práctica de la metodología reseñada.

Entre las conclusiones de este trabajo merece destacarse que, ante la dificultad de toma de decisiones en un entorno tan incierto, los modelos deben extenderse desde la evaluación de riesgos actual a todas las áreas de negocio.

Hacia un modelo económico más sostenible

El modelo económico seguido por la economía española en los últimos años parece agotado y obsoleto: el fuerte endeudamiento soportado y un consumo desaforado nos han llevado a una situación que es preciso replantearse para salir de la crisis y lograr un entorno más sostenible a medio plazo.

A la luz de la situación actual, el artículo de **Ángel Pes**, Presidente de la Red Española del Pacto Mundial, propone un modelo dirigido a incentivar la capacidad emprendedora de los ciudadanos, el liderazgo empresarial y la responsabilidad corporativa, contraponiendo este liderazgo a las corrientes que propugnan exclusivamente objetivos de creación de valor para el accionista.

De esta forma, concluye el autor, es el momento de reformular un modelo económico diferente basado en la función social de las empresas que, además, tenga en cuenta el respeto al medio ambiente y los derechos humanos.

Aportaciones de grandes economistas

En este número, *Cuadernos* se hace eco también de las aportaciones de grandes economistas en dos colaboraciones.

En la primera, y con motivo del septuagésimo quinto aniversario del nacimiento del **economista norteamericano Robert Lucas**, **Alfonso Carbajo** glosa su figura, de la que destaca su papel protagonista en la revolución de la hipótesis de las expectativas racionales y como impulsor de las técnicas de optimización, la modelización rigurosa de la teoría del equilibrio de los ciclos económicos y la evaluación macroeconómica de la política económica, aportaciones que le merecieron el Premio Nobel de Economía en 1995, pero que son sólo una pequeña parte de la amplia producción de este economista de Chicago en áreas muy diversas del pensamiento económico.

La segunda colaboración es una nota de urgencia referida a la reciente concesión de los **premios Nobel de**

Economía 2012 a Lloyd S. Shapley y Alvin E. Roth, por su contribución a la teoría de las asignaciones estables y sus aportaciones a la práctica del diseño de los mercados. En ella, los profesores **José Alcalde**, de la Universidad de Alicante, y **Antonio Romero-Medina**, de la Universidad Carlos III, analizan los problemas a los que se enfrentaron estos dos economistas matemáticos y sus principales aportaciones, concluyendo que Shapley y Roth son los máximos exponentes de los «economistas-ingenieros» quienes, teniendo en cuenta la sociedad actual y su evolución, se preocupan por explorar el rediseño y mantenimiento de los mercados y de otras instituciones económicas.

El presente *Cuadernos* se completa con otras informaciones, entre ellas:

La sección dedicada al **resumen de prensa**, que recoge las noticias económicas más destacadas de la prensa internacional y firma, como viene siendo habitual, el economista **Ramon Boixareu**, se centra en esta ocasión, entre otros, en los siguientes temas: la posición del Presidente del BCE, Mario Draghi, de intervenir en los mercados de deuda para facilitar la resolución de la crisis del euro, los problemas de la economía española y las dudas que plantea para solicitar el rescate, la recesión en la eurozona y la concesión a la UE del Premio Nobel de la Paz, en un momento relativamente complicado de la historia de la Unión.

Elaborada por la redacción de *Cuadernos*, los **informes de los organismos económicos internacionales** ofrecen en este número la síntesis de las *Perspectivas de la Economía Mundial* del Fondo Monetario Internacional.

La Panorámica Empresarial que, como viene siendo habitual, escribe el periodista económico **Carlos Huma-nes** trata en este número de las siguientes informaciones financieras y económicas de actualidad: la expansión del negocio de móvil de Facebook y los elevados sueldos de los empleados de las grandes compañías tecnológicas, otra nueva refinanciación *in extremis* de ACS, el plan de expansión de El Corte Inglés y el proyecto de instalar un hotel de lujo en la Plaza Mayor, ambos referidos a Madrid, el *Demo Day* internacional de Miami de Wayra, las exigencias de las inmobiliarias extranjeras para entrar en el *banco malo*, la repercusión internacional de los recortes de personal en *El País* y los éxitos de la productora de cine de Telecinco.

El difícil ejercicio de ahorrar cuando caen las rentas

Ángel Laborda*

María Jesús Fernández*

1. Introducción

Las mayores vulnerabilidades que mostraba la economía española al estallar la crisis financiera eran sus elevados niveles de déficit y de endeudamiento, como consecuencia de un fuerte retroceso del ahorro acompañado de un aumento, no menos intenso, de la inversión en capital fijo en el sector privado. Estas tendencias eran insostenibles por sí solas, pero resultaron totalmente inviables al producirse la restricción del crédito. Ante la falta de financiación, las cargas financieras de intereses y amortización del principal se hicieron insoportables para muchos hogares y empresas, resultando todo ello en una fuerte contracción del gasto privado y una espectacular recuperación de su ahorro. No obstante, el ahorro total nacional no se ha recuperado, sino que, al contrario, ha mantenido una tendencia a la baja durante los años de crisis. Ello se explica porque la contrapartida al ajuste del sector privado ha sido un intenso deterioro del ahorro público. La reducción del déficit por cuenta corriente frente al exterior ha provenido, por tanto, de una profunda caída de la tasa de inversión, centrada especialmente en la construcción residencial.

Tras cinco años de iniciada la crisis, las empresas continúan generando ahorro de forma creciente. Sin embargo, los hogares, tras alcanzar un máximo histórico su tasa de ahorro en 2009, han vuelto a reducirla y se encaminan a un nivel mínimo, también histórico. La razón no es que hayan recobrado la confianza en el futuro o que su riqueza haya aumentado. Más bien, se encuentran bajo los efec-

tos de una pinza formada, por un lado, por el ajuste de las empresas, que siguen destruyendo empleo de forma intensa, y, por otra, por el impacto del sector público, que les reclama una parte de sus menguadas rentas mediante subidas impositivas. En estas condiciones, ahorrar es un ejercicio imposible para numerosas familias. Es más, muchas de ellas no llegan a fin de mes y mantienen su nivel mínimo de gasto desahorrando.

En este artículo se analizan los procesos de formación del ahorro de los distintos agentes económicos durante 2011, último año con datos disponibles, y se presentan previsiones para el año en curso y el siguiente. Ello incluye la generación de las rentas y su utilización, lo que permite tener una radiografía de la situación económico-financiera de dichos agentes y, con ello, una buena base de partida para el diagnóstico de la actual coyuntura, y para hacer escenarios de predicción a corto y medio plazo. Tras esta introducción, el análisis se inicia con una breve exposición del contexto macroeconómico en el que se enmarca la evolución del ahorro. En el siguiente apartado se analiza la formación del ahorro y las necesidades de financiación de la economía española en su conjunto. Posteriormente se estudia la formación de estas mismas variables en el ámbito de los hogares y de las empresas no financieras, terminando con el ahorro y las necesidades de financiación de las administraciones públicas.

2. Contexto económico general

La recuperación de la economía mundial perdió impulso en 2011, año en el que el crecimiento global fue del 3,8%,

* Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas.

frente al 5,1% de 2010. En la segunda mitad del año, el deterioro de las condiciones económicas y de las expectativas fue intenso debido al recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana europea, que indujo una nueva recaída de la zona euro en la recesión. A lo largo de 2012, el debilitamiento de la economía mundial se ha intensificado, debido al contagio de la crisis europea al resto de áreas económicas, de modo que el crecimiento podría moderarse hasta poco más del 3%.

Las tensiones en los mercados financieros europeos han continuado este año, solo interrumpidas por las actuaciones del Banco Central Europeo. La falta de medidas dirigidas a corregir el auténtico problema de fondo, es decir, las deficiencias en el diseño del euro —mediante la profundización de la integración económica y política a través de una unión fiscal y bancaria— explican la persistencia de la crisis de la deuda, que ha evolucionado de tal modo que las dudas de los mercados en torno a la solvencia de las economías periféricas terminaron por transformarse en dudas sobre la subsistencia misma de la moneda común.

El agravamiento de la crisis de la deuda se ha transmitido a la economía real, fundamentalmente a través de la agudización de las restrictivas condiciones financieras que vive el continente desde el inicio de la crisis mundial, a lo que hay que añadir la coincidencia de políticas fiscales restrictivas en todos los países del área, los problemas aún sin solucionar de los balances de las entidades financieras europeas y el proceso de desapalancamiento y absorción de burbujas inmobiliarias, en diferentes grados, en muchos países.

De cara a 2013, el clima global sigue estando dominado por un elevado grado de incertidumbre, derivado, en primer lugar, de la falta de concreción de una estrategia encaminada a atajar definitivamente la crisis de la deuda en Europa y, en segundo lugar, del rumbo que pueda tomar la política fiscal en los EE.UU. Si esta se materializa en una intensificación significativa de la senda de reducción del déficit, podría arrastrar a Estados Unidos a un estancamiento y trasladar sus efectos a la economía mundial, cuando aquel país ya empezaba a ofrecer síntomas de encontrarse a las puertas de una nueva fase de expansión, procedentes sobre todo de los primeros indicios de una reactivación del sector inmobiliario.

En cuanto a la economía española, en 2011 presentó un magro crecimiento del 0,4%, aunque con una evolución muy diferenciada entre el primer semestre del año, en el que las tasas de crecimiento intertrimestral fueron muy débiles pero positivas, y el segundo, en el que se inició una nueva recesión debido al traslado de la crisis de la deuda a la economía real a través de un empeora-

miento adicional de las condiciones financieras y de un pronunciado deterioro de la confianza y las expectativas. El escaso crecimiento registrado el conjunto del ejercicio procedió exclusivamente del buen comportamiento de las exportaciones, ya que la demanda nacional, tanto de consumo público y privado como de inversión, continuó ajustándose a la baja (gráfico 1).

En la primera mitad de 2012 se ha mantenido una progresión descendente en la evolución del PIB, debido al empeoramiento de la demanda nacional, cuya aportación negativa al crecimiento ya no pudo ser contrarrestada por la aportación del sector exterior. Y ello, pese a que esta última mejoró sensiblemente en el segundo trimestre gracias al buen comportamiento de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos.

Los indicadores relativos al tercer trimestre apuntan a que se ha mantenido la caída del PIB a una tasa similar a la del segundo, y eso a pesar de tres efectos positivos: el adelanto de numerosas compras de bienes y servicios proyectados para los meses finales del año antes de la subida del IVA de septiembre, el buen comportamiento del turismo exterior y la recuperación de las exportaciones de bienes. La desaparición de alguno de estos efectos hace prever que la caída del cuarto trimestre puede volver a intensificarse notablemente. Para el conjunto del ejercicio se prevé una tasa de variación real del PIB del -1,5%. En el cuadro 1 se ofrece un amplio resumen de las previsiones de los distintos agregados y variables económicas.

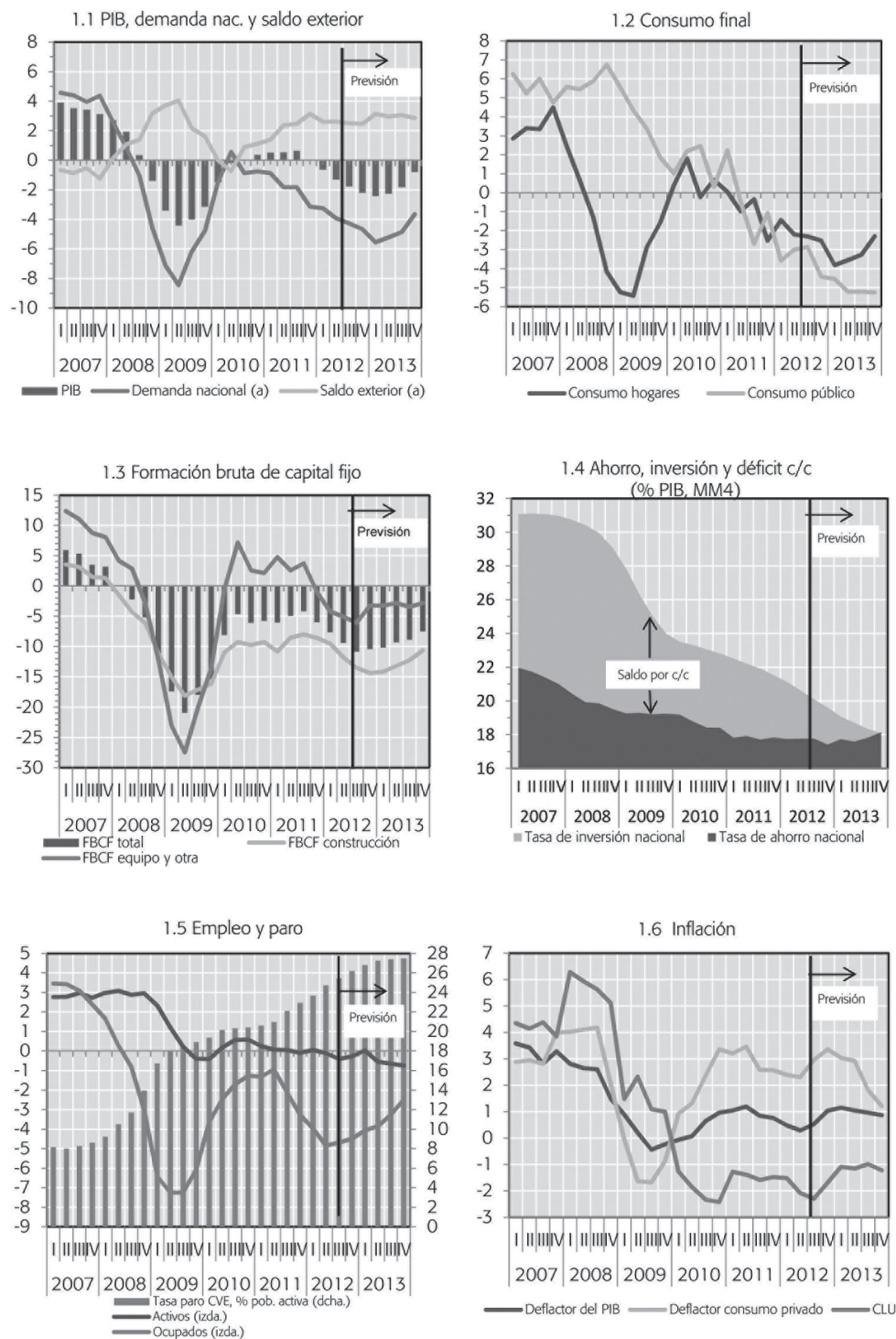
Las perspectivas para el próximo año siguen siendo negativas. La previsión es de una caída del PIB del 1,8%. Los factores que explican las tendencias actuales van a seguir presentes durante dicho ejercicio, y además, se producirá una pérdida importante de capacidad adquisitiva como consecuencia del aumento de la inflación. Este obedece, en una parte, a factores externos, concretamente el encarecimiento de la energía y, en otra parte, a diversos cambios regulatorios, como modificaciones impositivas, aumento de tasas y precios públicos, y cambios en la financiación de los medicamentos. Excluyendo estos factores, la tasa de inflación se mantiene en un nivel reducido, aunque aún excesivo teniendo en cuenta la suma debilidad de la demanda y la caída de los costes laborales por unidad producida, lo que lleva a pensar en la subsistencia de rigideces y falta de competencia en muchos mercados de bienes y servicios.

En suma, la economía española se encuentra en una situación de crisis financiera, ausencia de acceso al crédito exterior, desendeudamiento, absorción del exceso de oferta inmobiliaria y devaluación interna, cuya superación requiere tiempo, más aún cuando debe simultanearse con un ajuste fiscal sin precedentes, y todo ello dentro de un entorno

Gráfico 1

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario



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

Fuentes: INE (CNTR y EPA) y MEH.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2012-2013

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones FUNCAS	
	Media 1996-2007	2009	2010	2011	2012	2013
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	3,7	-3,7	-0,3	0,4	-1,5	-1,8
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-3,8	0,7	-1,0	-2,1	-3,2
Consumo final administraciones públicas	4,3	3,7	1,5	-0,5	-3,5	-5,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	-18,0	-6,2	-5,3	-9,6	-9,0
Construcción	5,4	-16,6	-9,8	-9,0	-12,3	-12,6
Construcción residencial	7,3	-23,1	-10,1	-6,7	-7,0	-6,3
Construcción no residencial	4,2	-9,1	-9,6	-11,0	-17,0	-18,7
Equipo y otros productos	7,5	-21,3	2,8	2,5	-4,7	-3,1
Exportación bienes y servicios	6,7	-10,0	11,3	7,6	1,7	3,8
Importación bienes y servicios	9,3	-17,2	9,2	-0,9	-6,5	-5,4
Demanda nacional (a)	4,5	-6,6	-0,6	-1,9	-4,0	-4,7
Saldo exterior (a)	-0,8	2,9	0,3	2,3	2,5	2,9
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	1048,1	1048,9	1063,4	1053,7	1045,2
- % variación	7,4	-3,7	0,1	1,4	-0,9	-0,8
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,6	0,1	0,4	1,0	0,6	1,0
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	-1,1	2,0	2,9	2,8	2,3
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-6,3	-2,5	-1,7	-4,3	-3,4
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,7	2,3	2,2	2,9	1,7
Remuneración de los asalariados	7,2	-2,4	-2,3	-0,8	-3,8	-3,3
Excedente bruto de explotación	7,3	-2,6	-1,0	5,0	1,5	-0,2
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,2	4,2	0,3	0,7	1,0	0,5
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	1,5	-2,0	-1,4	-1,9	-1,1
Tasa de paro (EPA)	12,2	18,0	20,1	21,6	25,0	27,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,2	19,2	18,4	17,8	17,6	18,3
- del cual, ahorro privado	18,9	24,5	23,0	23,0	22,0	21,6
Tasa de inversión nacional	26,6	24,0	22,8	21,5	19,7	18,1
- de la cual, inversión privada	23,1	19,5	18,8	18,7	17,9	17,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,4	-4,8	-4,4	-3,7	-2,1	0,2
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-4,3	-3,8	-3,2	-1,7	0,6
- Sector privado	-2,6	6,8	5,9	6,3	6,3	5,6
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,8	-11,2	-9,7	-9,4	-8,0	-5,0
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,0	17,8	13,1	11,0	8,9	8,4
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,5	125,6	128,7	125,4	122,5	119,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	82,2	140,4	141,4	135,8	130,3	122,7
Deuda pública bruta (según PDE, % del PIB)	53,5	53,9	61,5	69,3	86,0	92,0
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,7	1,6	1,4	2,0	1,2	1,0
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,0	4,2	5,4	5,8	4,3
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)	--	1,1	-6,2	-0,3	-5,5	-1,0

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

Fuentes: 1986-2011: INE y BE. Previsiones 2012-13: Funcas.

internacional poco favorable. No es esperable, en consecuencia, un cambio significativo de las condiciones actuales durante este año ni el siguiente.

3. El ahorro nacional

Como se ve en el cuadro 2, el ahorro nacional, que es la parte de la renta nacional disponible bruta (RNDB) que no se dedica a gastos de consumo público o privado, alcanzó un máximo cíclico del 23,4% en 2003. Desde entonces mantiene una tendencia a la baja que le ha llevado hasta el 17,8% en 2011. Esta tasa y su evolución a la baja (excepto en los dos últimos años) son muy similares a la media de la zona euro. Nótese, por tanto, que el voluminoso déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente española que se generó en la última expansión, y que aún no se ha acabado de corregir, no se debió a un menor ahorro, sino a una tasa de inversión muy superior a la media de dicha zona.

A pesar del descenso relativo del ahorro, el déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación de la economía española muestran una notable corrección en los años de crisis, hasta situarse esta última en una cifra equivalente al 3,2% del PIB en 2011, 6,4 puntos porcentuales (pp) menos que el máximo de 2007. Ello fue posible por el desplome de la formación bruta de capital, cuyo peso en el PIB ha caído 9,4 pp en estos años (gráfico 2). De ellos, 8,3 pp corresponden a la inversión en construcción y el resto, a la inversión en equipo y otros productos.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional bruto. El punto de partida es el PIB generado por la economía, que aumentó en 2011 un modesto 1,4% en términos nominales, tras haber caído un 3,7% en 2009 y haberse prácticamente estancado en 2010. Las rentas del trabajo registraron la tercera caída anual consecutiva, un 0,8%, reduciendo notablemente su parte en el PIB. Ello se debió a una caída del empleo notablemente superior a la del PIB y a un aumento muy moderado de los salarios per cápita. Aún así, el 47,8% del PIB que les correspondió fue muy similar al de 2007, el año del inicio de la crisis. De dicha pérdida se beneficiaron enteramente el excedente y las rentas mixtas, ya que las rentas de las administraciones públicas en forma de impuestos sobre la producción netos de subvenciones también disminuyeron.

La RNDB aumentó en 2011 ocho décimas porcentuales (dp) menos que el PIB. Ello fue debido a que el saldo negativo con el exterior de rentas y transferencias corrientes aumentó notablemente, alcanzando 2,9 pp del PIB.

Desglosando la renta disponible entre el sector público y el privado, la del sector público recuperó la tendencia a la baja iniciada en 2008, tras una leve recuperación en 2010 debida a la subida del IVA, situándose 9,4 pp del PIB por debajo del máximo de 2007. Del total de la RNDB, el 81,6% fue destinado al consumo final nacional privado y público, y el resto constituyó el ahorro, que disminuyó un 1,8%, hasta 189.696 millones de euros. La tasa de ahorro nacional descendió 6 dp del PIB, hasta el 17,8% señalado anteriormente.

Sumando al ahorro nacional las transferencias de capital del exterior netas, los recursos totales de capital alcanzaron la cifra de 195.111 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 229.054 millones, un 4,3% menos que el año anterior, deduciéndose un saldo negativo, o necesidad de financiación, de 33.943 millones, equivalente al 3,2% del PIB.

Las previsiones sobre el ahorro nacional son que siga descendiendo, ya con menor intensidad, en el año en curso y se recupere en 2013. El PIB nominal caerá en 2012 en torno a un punto porcentual. Las rentas del trabajo registrarán de nuevo, y de forma más intensa que en el pasado año, pérdidas a favor del excedente de explotación y rentas mixtas, lo que será debido a la fuerte caída del empleo. Las rentas del sector público también ganarán peso en el PIB, como consecuencia de la elevación de los tipos del IVA y otros impuestos especiales, y la reducción de las subvenciones de explotación. El consumo final nacional, a pesar de la significativa caída del público, disminuirá menos que el PIB y la RNDB. Ello se traducirá en una nueva disminución de la tasa de ahorro nacional en unas 2 dp, hasta el 17,6% del PIB. No obstante, la necesidad de financiación seguirá reduciéndose, hasta el 1,7% del PIB, debido a que la formación bruta de capital volverá a caer más que el ahorro (gráfico 2). Cabe añadir que esta reducción del déficit exterior hubiera sido más intensa si los precios del petróleo y otras materias primas importadas se hubieran mantenido estables.

Para 2013 se espera que el PIB nominal caiga a una tasa similar a la de 2012 y que la RNDB lo haga en mayor grado. No obstante, el consumo disminuirá más aún, sobre todo el público. Ello se traducirá en un aumento de la tasa de ahorro nacional de unas 7 dp, que, conjugado con un nuevo descenso de la tasa de inversión, conducirá a un ligero superávit por cuenta corriente frente al exterior, el primero desde 1997. Tras el record del 10% del PIB en 2007, este déficit parece controlado, pero conviene recordar que ello sucede en un contexto de suma debilidad de la demanda interna y que la deuda externa bruta ha alcanzado una cifra muy elevada, cuya reducción requerirá mantener superávit corrientes durante un periodo prolongado, ade-

Cuadro 2

AHORRO Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN. TOTAL Y POR SECTORES INSTITUCIONALES
 Porcentaje del PIB

	Ahorro Bruto					Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					PIB
	Total nacional	AAPP	Sector privado			Total nacional	AAPP	Sector privado			Millardos euros
			Total	Hogares e ISFLSH	Sociedades			Total	Hogares e ISFLSH	Sociedades	
CNE-1986 (SEC-79)											
1985	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	169,5
1986	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	194,3
1987	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	217,2
1988	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	241,4
1989	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	270,7
1990	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	301,4
1991	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	330,1
1992	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	355,2
1993	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	366,3
1994	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	389,5
1995	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	419,4
CNE-1995 (SEC-95)											
1995	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	1,0	-6,6	7,7	5,4	2,3	437,8
1996	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	1,2	-5,0	6,1	5,0	1,2	464,3
1997	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	1,5	-3,2	4,7	4,3	0,4	494,1
1998	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,2	-3,0	3,3	3,2	0,0	528,0
1999	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	-1,0	-1,2	0,2	2,0	-1,8	565,4
2000	22,3	3,1	19,2	7,0	12,2	-2,5	-0,9	-1,6	1,3	-2,9	610,5
CNE-2008 (SEC-95)											
2000	22,3	3,1	19,2	7,5	11,8	-3,2	-1,0	-2,2	1,3	-3,6	629,9
2001	22,0	3,6	18,4	7,3	11,1	-3,5	-0,5	-3,0	0,6	-3,6	680,4
2002	22,9	4,0	18,8	7,3	11,5	-2,7	-0,2	-2,4	0,3	-2,7	729,3
2003	23,4	3,7	19,7	7,9	11,7	-2,9	-0,4	-2,6	0,0	-2,6	783,1
2004	22,4	4,3	18,2	7,1	11,0	-4,8	-0,1 (a)	-4,7 (a)	-1,0	-3,7 (a)	841,3
2005	22,1	5,4	16,7	7,0	9,7	-6,5	1,3	-7,8	-1,7	-6,1	909,3
2006	21,9	6,7	15,2	6,5	8,7	-8,4	2,4	-10,7	-2,6	-8,1	985,5
2007	21,0	6,8	14,2	6,6	7,5	-9,6	1,9	-11,5	-2,7	-8,8	1053,2
2008	19,5	0,7	18,8	9,1	9,7	-9,2	-4,5	-4,7	1,2	-5,9	1087,8
2009	19,2	-5,3	24,5	12,3	12,2	-4,3	-11,2	6,8	6,6	0,2	1048,1
2010	18,4	-4,6	23,0	8,8	14,2	-3,8	-9,7	5,9	3,9	2,0	1048,9
2011	17,8	-5,2	23,0	7,2	15,8	-3,2	-9,4 (b)	6,3 (b)	2,4	3,8 (b)	1063,4
2012 (p)	17,6	-4,4	22,0	5,8	16,3	-1,7	-8,0 (c)	6,3 (c)	1,3	5,0 (c)	1053,7
2013 (p)	18,3	-3,3	21,6	5,4	16,2	0,6	-5,0	5,6	1,3	4,3	1045,2

(a) Estas cifras están distorsionadas por la operación de asunción de deuda de RENFE por parte del Estado. Sin ella, las AAPP hubieran registrado una capacidad de financiación del 0,3% del PIB y el sector privado y las sociedades, una necesidad de financiación de -5,1% y -4,5%, respectivamente.

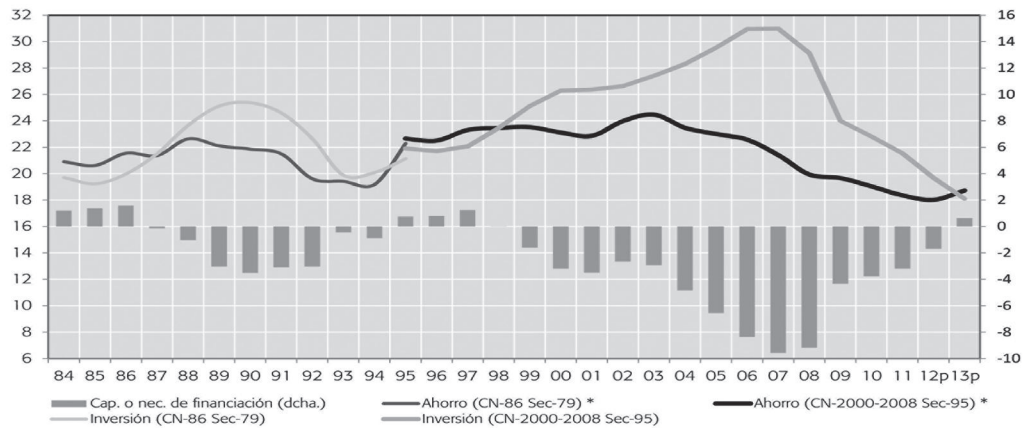
(b) En 2011 se incluyen pérdidas por el Estado por ayudas a instituciones financieras del 0,5% del PIB. Sin esta operación, la necesidad de financiación de las AAPP sería de -9,0% del PIB y la capacidad de financiación del sector privado y las sociedades, del 5,8 y 3,3%, respectivamente.

(c) En 2012 se incluyen pérdidas por el Estado por ayudas a instituciones financieras del 1,1% del PIB. Sin esta operación, la necesidad de financiación de las AAPP sería de -6,9% del PIB y la capacidad de financiación del sector privado y las sociedades, del 5,2 y 3,8%, respectivamente.

Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

Gráfico 2

AHORRO NACIONAL*, INVERSIÓN Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN Porcentaje del PIB



* Incluye transferencias de capital netas del exterior.

Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

más de desinversiones de activos financieros frente al exterior.

4. El ahorro del sector privado

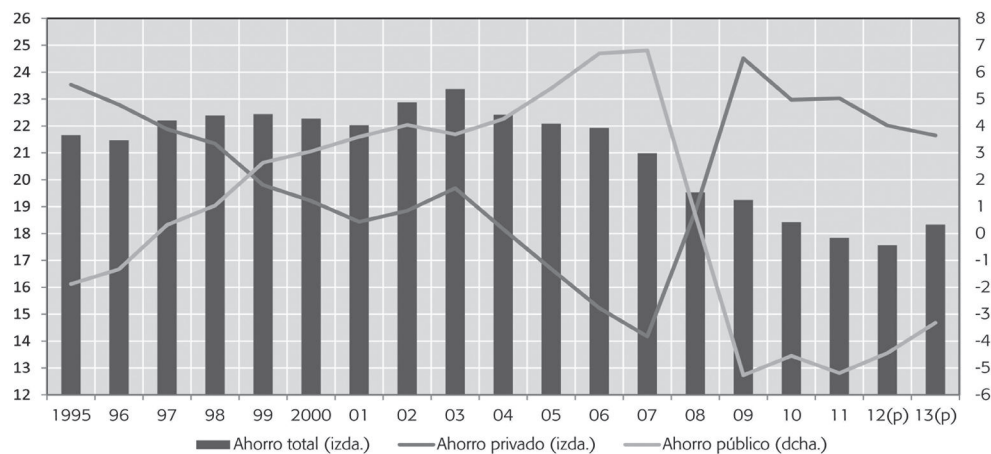
La evolución desde mediados de los años noventa hasta ahora de la tasa de ahorro nacional ha sido el resultado de evoluciones dispares y asimétricas del ahorro público y el privado, como se ve en el gráfico 3. Con

la excepción de 2002 y 2003, la tasa de ahorro privado mantuvo una marcada tendencia a la baja hasta 2007, año en que se situó en el 14,2% del PIB, 10 pp menos que en 1995. De esta reducción, unos 4 pp correspondieron a los hogares y el resto, a las sociedades. El ahorro público, en cambio, aumentó 8,6 pp del PIB entre 1995 y 2007.

Ambas tendencias cambiaron bruscamente en los dos años iniciales de la recesión: en 2008 y 2009 el ahorro

Gráfico 3

AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

Cuadro 3

RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB			
	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
1. Producto interior bruto, pm	1.063,4	1.053,7	1.045,2	1,4	-0,9	-0,8	100,0	100,0	100,0	100,0
1.1. Remuneración de asalariados	508,6	489,1	472,9	-0,8	-3,8	-3,3	48,9	47,8	46,4	45,2
1.2. Excedente bruto explotación / Rentas mixtas	464,2	471,9	471,1	5,0	1,7	-0,2	42,1	43,7	44,8	45,1
1.3. Impuestos producción e importación menos subvenciones	90,5	92,7	101,1	-3,9	2,4	9,1	9,0	8,5	8,8	9,7
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-24,1	-25,4	-31,7	40,2	5,7	24,7	-1,6	-2,3	-2,4	-3,0
3. = Producto nacional bruto, pm (1+2)	1.039,3	1.028,3	1.013,5	0,7	-1,1	-1,4	98,4	97,7	97,6	97,0
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	-6,9	-6,9	-6,5	17,0	0,0	-5,0	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
5. = Renta nac. disponible bruta (3+4)	1.032,4	1.021,4	1.007,0	0,6	-1,1	-1,4	97,8	97,1	96,9	96,3
5.1. Pública	167,5	165,5	163,4	-5,2	-1,2	-1,3	16,9	15,8	15,7	15,6
5.2. Privada	864,9	855,9	843,5	1,9	-1,0	-1,4	81,0	81,3	81,2	80,7
6. Consumo nacional	842,7	836,3	815,4	1,2	-0,8	-2,5	79,4	79,3	79,4	78,0
6.1. Público	222,7	212,4	198,1	-0,8	-4,6	-6,7	21,4	20,9	20,2	19,0
6.2. Privado	620,0	623,9	617,3	2,0	0,6	-1,1	58,0	58,3	59,2	59,1
7. = Ahorro nacional bruto (5-6)	189,7	185,1	191,6	-1,8	-2,4	3,5	18,4	17,8	17,6	18,3
7.1. Público	-55,2	-46,9	-34,7	15,6	-15,1	-26,0	-4,6	-5,2	-4,4	-3,3
7.2. Privado	244,9	232,0	226,3	1,6	-5,3	-2,5	23,0	23,0	22,0	21,6
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	5,4	4,7	4,0	-15,2	-13,3	-13,8	0,6	0,5	0,4	0,4
9. = Recursos de capital (7+8)	195,1	189,8	195,6	-2,3	-2,7	3,1	19,0	18,3	18,0	18,7
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	229,1	207,4	189,1	-4,3	-9,4	-8,8	22,8	21,5	19,7	18,1
11. Saldo de operaciones corrientes (7-10)	-39,4	-22,3	2,5	-14,5	-43,2	-111,0	-4,4	-3,7	-2,1	0,2
12. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9-10)	-33,9	-17,6	6,5	-14,4	-48,0	-136,8	-3,8	-3,2	-1,7	0,6
= Ahorro financiero neto										
12.1. Pública	-100,4	-84,5	-52,1	-1,0	-15,8	-38,3	-9,7	-9,4	-8,0	-5,0
12.2. Privada	66,5	66,9	58,6	7,6	0,6	-12,3	5,9	6,3	6,3	5,6
PRO MEMORIA										
13. Deuda externa de España frente resto mundo	1.759,7	1.765,0	1.725,0	2,4	0,3	-2,3	163,9	165,5	167,5	165,0

(a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

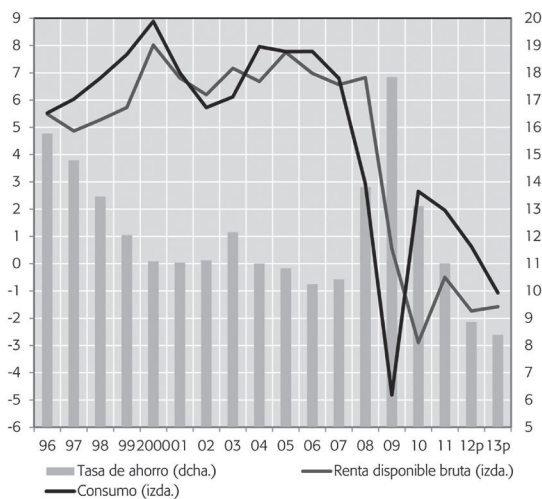
privado recuperó sobradamente el terreno perdido, mientras que el público retrocedió más de 12 pp del PIB, situándose en cifras negativas. Estos comportamientos pueden calificarse como normales desde el punto de vista cíclico, ya que el ahorro privado disminuye en las fases de expansión y aumenta en las fases de recesión/desaceleración, lo contrario que ocurre con el público. Detrás de todo ello se encuentra, entre otros factores, la actuación de los estabilizadores automáticos propios de los sistemas fiscales y presupuestarios de los países desarrollados. En todo caso, sorprende la intensidad de las variaciones, lo que pone de manifiesto el carácter excesivamente desequilibrado del patrón de crecimiento de la economía española en los últimos años, y el intenso y rápido ajuste que está llevando a cabo a partir de 2008.

El punto máximo de estos ajustes y de la actuación de los estabilizadores automáticos se alcanzó en 2009, año en que el ahorro privado alcanzó un máximo y el público, un mínimo. Posteriormente, en 2010 el ahorro privado flexionó a la baja y, tras estabilizarse en 2011, sigue descendiendo en 2012 y se espera que continúe esta tendencia en 2013, aunque manteniéndose en niveles históricamente altos. Si el ahorro privado ha flexionado moderadamente a la baja antes de iniciarse una verdadera recuperación de la economía ha sido por la actuación temprana de la política fiscal en aras a reducir el déficit público, lo que ha conllevado aumentos impositivos y una moderación en las prestaciones sociales, todo lo cual ha

Gráfico 4

RENTA, CONSUMO Y AHORRO DE LOS HOGARES

Variación anual en % y porcentaje de la RDB

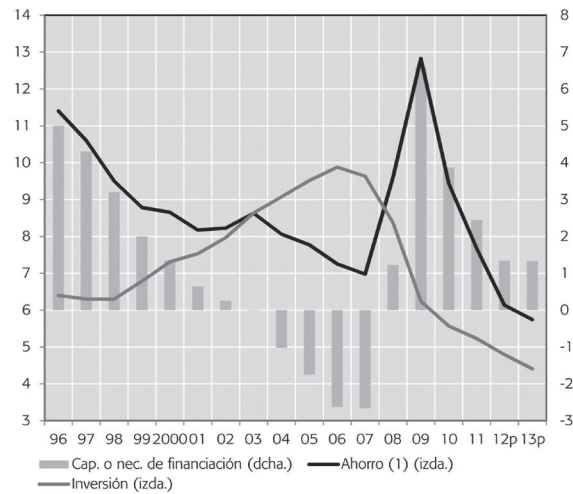


Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

Gráfico 5

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LOS HOGARES

Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

afectado a la baja a las rentas privadas, especialmente a las de los hogares, y por tanto a su ahorro.

4.1. El ahorro de los hogares¹

De acuerdo con el comportamiento anticíclico que caracteriza al ahorro privado, la tasa de ahorro de los hogares, definida como el porcentaje de la renta disponible que no se destina a gastos de consumo, registró una notable caída entre 1995 y 2001, del 15,8% al 11%². Tras recuperarse ligeramente durante la desaceleración del crecimiento del PIB y el aumento del paro en 2002-2003, en 2004 recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,4% en 2007 (gráfico 4). Los principales factores que explican estas variaciones cíclicas del ahorro familiar son el crecimiento de la renta, la tasa de paro, los tipos de interés, las expectativas económicas, la tasa de inflación y las variaciones cíclicas de la riqueza. Todos ellos llevaron a los hogares a aumentar su gasto en consumo e inversión por

¹ Aunque, por abreviar, en todo el artículo se hable del ahorro de los hogares, en realidad los datos incluyen este y el de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

² En el año 2000 se produce un cambio de base de la contabilidad nacional que provoca una ruptura en las cuentas de los sectores institucionales, que el INE no ha enlazado. Para salvar el problema, estas cifras de ahorro de los hogares se han enlazado provisionalmente por FUNCAS. Por eso, la de 1995 no coincide con la publicada por el INE en la contabilidad nacional base 1995.

encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente entre 1996 y 2007, lo que provocó un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que pasó de un superávit (capacidad de financiación) del 5% del PIB en 1996 a un déficit (necesidad de financiación) del 2,7% en 2007 (gráfico 5).

Al estallar la crisis en la segunda mitad de 2007, muchos de los factores señalados cambiaron bruscamente. Se produjo una aguda restricción crediticia, la riqueza de los hogares disminuyó notablemente y, sobre todo, la recesión económica se tradujo en una fuerte pérdida de empleo y una intensa subida del paro. Todo ello provocó un fuerte efecto precaución en el comportamiento de los hogares, que redujeron intensamente su gasto en consumo e inversión en vivienda, con el consiguiente aumento del ahorro y el reequilibrio de sus cuentas. En el espacio de dos años, 2008 y 2009, la tasa de ahorro se elevó hasta el 17,8% y el déficit se convirtió en un superávit del 6,6% del PIB. Posteriormente, en 2010 y 2011 la tasa de ahorro volvió a bajar también de manera brusca. El efecto precaución, que teóricamente debería seguir actuando con una tasa de paro al alza, se ha visto más que contrarrestado por la reducción de la renta disponible de los hogares, sobre todo aquellos con miembros parados, y por las elevadas tasas de inflación provocadas por el aumento de los precios del petróleo y de la alimentación, y por los aumentos de los impuestos sobre el consumo.

En el cuadro 4 se recoge la estimación de la contabilidad nacional de las cuentas de los hogares para el último año disponible, 2011. Las remuneraciones salariales, su principal fuente de renta, disminuyeron por tercer año consecutivo, ya que el aumento de los salarios por trabajador (0,7%) no llegó a compensar la caída del empleo asalariado (-1,5%). Parte de esta caída fue compensada por el aumento del 1,3% de la segunda rúbrica por importancia de la renta disponible, el excedente bruto de explotación y las rentas mixtas de los autónomos. Por su parte, las rentas de la propiedad y de la empresa netas disminuyeron un 7%, en un contexto en que los tipos de interés de sus activos aumentaron menos que los de sus pasivos y de una reducción de los dividendos y otras rentas recibidas. Todo ello dio como resultado una nueva reducción de las rentas primarias del 0,6%. Las operaciones de distribución secundaria de la renta aminoraron ligeramente esta caída, de forma que la renta disponible bruta (RDB) de los hogares disminuyó un 0,5% en términos nominales.

El consumo real disminuyó un 0,9%, pero, al añadir la subida de los precios, aumentó un 2%, es decir, por encima de la renta. Como resultado, el ahorro se contrajo y la tasa de ahorro pasó del 13,1% de la RDB al 11%, cifra cercana a los años anteriores a la crisis. Como se ha

comentado, los cambios introducidos en el IRPF en 2010, que extendieron sus efectos a 2011, y la subida de la inflación, en buena parte también debida a la subida del IVA de julio de 2010, serían dos de los factores principales que explicarían esta disminución de la tasa de ahorro familiar, en contra de los factores cíclicos que la hubieran hecho mantenerse. Como punto de referencia, la tasa de ahorro media de la zona euro también disminuyó, pero en mucha menor medida, pasando del 14,3% en 2010 al 13,9% en 2011. En términos absolutos, el ahorro ascendió a 76.716 millones de euros, un 16,4% menos que en el año anterior.

Por su parte, la formación bruta de capital, que en el caso de los hogares se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, continuó reduciéndose por cuarto año consecutivo, aunque en menor medida que el ahorro, dando como resultado una notable disminución de la capacidad de financiación hasta el 2,4% del PIB. Este saldo debería ser teóricamente igual al ahorro financiero (saldo de operaciones financieras), aunque difiere significativamente por diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y las cuentas financieras. El ahorro financiero ascendió en 2011 a 33.131 millones, un 3,1% del PIB.

Durante los dos primeros trimestres de 2012 la tasa de ahorro ha seguido cayendo de forma intensa. Haciendo una suma móvil de cuatro trimestres para evitar la acusada estacionalidad y disponer de una visión más tendencial, la misma ha pasado del 11% de la RDB a finales de 2011 al 9,6% en el segundo trimestre, último con datos disponibles.

Las previsiones para 2012 en su conjunto (cuadro 4), realizadas a partir de los datos publicados para el primer semestre, contemplan un descenso de la tasa de ahorro familiar hasta el 8,9%, en un contexto de aceleración de la caída de la renta disponible. Las remuneraciones de los asalariados continuarán descendiendo a un ritmo notablemente superior al de 2011, debido a la fuerte caída del empleo, y el excedente bruto de explotación/rentas mixtas apenas aumentará. Las rentas netas de la propiedad y de la empresa actuarán, en cambio, en sentido contrario, al bajar el coste de los pasivos y aumentar la rentabilidad de los activos, pero no llegarán a impedir una nueva disminución de las rentas primarias. Por su parte, el juego de los ingresos y pagos del proceso de distribución secundaria de la renta tendrá un efecto ligeramente positivo sobre el crecimiento de la renta disponible, pues el aumento de las prestaciones sociales y la disminución de las cotizaciones contrarrestarán la subida del IRPF llevada a cabo a comienzos del año. En conjunto, la renta disponible caerá en torno al 1,7%. En cuanto al consumo,

Cuadro 4

RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje de la RDB			
	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
1. Remuneración de los asalariados	508,5	489,0	472,8	-0,8	-3,8	-3,3	73,2	73,0	71,4	70,2
2. Excedente bruto explotación / renta mixta	203,7	205,0	206,8	1,3	0,6	0,9	28,7	29,2	29,9	30,7
3. Rentas propiedad y empresa, netas (a)	31,8	34,9	35,4	-7,0	9,8	1,3	4,9	4,6	5,1	5,3
3.1. Recibidas	52,9	54,7	52,2	4,7	3,4	-4,5	7,2	7,6	8,0	7,8
3.2. Pagadas	21,0	19,7	16,8	29,2	-6,2	-14,7	2,3	3,0	2,9	2,5
4. = Saldo de rentas primarias (1+2+3)	744,0	728,9	715,0	-0,6	-2,0	-1,9	106,9	106,8	106,5	106,1
5. Prestaciones sociales distintas de en especie	180,3	183,8	184,9	1,4	1,9	0,6	25,4	25,9	26,9	27,4
6. Otras transferencias ctes. recibidas (b)	60,7	62,3	63,8	-0,3	2,5	2,5	8,7	8,7	9,1	9,5
7. Otras transferencias ctes. pagadas (b)	51,1	52,7	54,2	-0,8	3,0	3,0	7,4	7,3	7,7	8,1
8. Impuestos renta y patrimonio pagados	81,3	85,3	87,2	2,3	4,8	2,3	11,4	11,7	12,5	12,9
9. Cotizaciones efectivas e imputadas pagadas	156,0	152,5	148,5	0,2	-2,2	-2,6	22,2	22,4	22,3	22,0
10. = Saldo de rentas secundarias (5+6-7-8-9)	-47,4	-44,4	-41,3	-1,3	-6,4	-7,0	-6,9	-6,8	-6,5	-6,1
11. = Renta disponible bruta (4+10)	696,6	684,5	673,7	-0,5	-1,7	-1,6	100,0	100,0	100,0	100,0
12. Variación part. reservas fondos pensiones	0,1	0,1	0,1	-176,8	-25,0	-10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
13. Gasto en consumo final	620,0	623,9	617,3	2,0	0,6	-1,1	86,9	89,0	91,1	91,6
14. = Ahorro bruto (10+11-12)	76,7	60,7	56,5	-16,4	-20,9	-6,8	13,1	11,0	8,9	8,4
14.b. En porcentaje del PIB	7,2	5,8	5,4	--	--	--	--	--	--	--
15. Transferencias de capital netas	4,9	3,9	3,5	-31,5	-20,0	-12,0	1,0	0,7	0,6	0,5
16. Recursos de capital (14+15)	81,6	64,6	60,0	-17,5	-20,8	-7,2	14,1	11,7	9,4	8,9
17. Formación bruta de capital (c)	55,6	50,5	46,1	-4,8	-9,2	-8,8	8,3	8,0	7,4	6,8
18. = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (16-17)	26,0	14,1	13,9	-35,9	-45,7	-1,5	5,8	3,7	2,1	2,1
18.b. En porcentaje del PIB	2,4	1,3	1,3	--	--	--	--	--	--	--
PRO MEMORIA										
19. Ahorro financiero (Ctas. financieras) (d)	33,1	21,2	21,0	-6,0	-35,9	-1,0	5,0	4,8	3,1	3,1
19.b. En porcentaje del PIB	3,1	2,0	2,0	--	--	--	--	--	--	--
20. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	873,7	838,7	805,2	-3,0	-4,0	-4,0	128,7	125,4	122,5	119,5
20.b. En porcentaje del PIB	82,2	79,6	77,0	--	--	--	--	--	--	--

(a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

(b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones (primas) por seguros no vida.

(c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

(d) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de los hogares por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2011, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2012-13, previsiones Fencas.

su variación real será negativa, pero no así su crecimiento nominal, aunque será moderado. Como consecuencia, el ahorro se reducirá un 20%, hasta 60.700 millones. Ello se traducirá en una menor capacidad de financiación y de ahorro financiero, a pesar de que la inversión en vivienda continuará descendiendo.

Para 2013 se espera una nueva disminución de la tasa de ahorro de las familias. Las remuneraciones de los asalariados continuarán descendiendo, teniendo en cuenta que se espera una caída del empleo asalariado del 3,8%, lo que determinará caídas de las rentas primarias y de la renta disponible similares a las de 2012. En este contexto, es de prever que el consumo también caiga, incluso en términos nominales, aunque probablemente algo menos que la renta, por lo que disminuirá el ahorro. La tasa de ahorro bajará hasta el 8,4% de la RDB, cifra significativamente por debajo de la media histórica. Este nivel de la tasa de ahorro, inconsistente con la situación cíclica, la pérdida de riqueza y las expectativas negativas de los hogares acerca de su renta a medio y largo plazo (renta permanente) hay que entenderlo en un contexto en que los ingresos de un número creciente de hogares son insuficientes para llegar a fin de mes y solo pueden mantener un nivel de gasto mínimo desahorando. La caída de la formación bruta de capital permitiría, en todo caso, mantener el ahorro financiero a niveles similares a los de 2012.

4.2. El ahorro de las empresas

En términos de contabilidad nacional, el ahorro de las empresas son los beneficios brutos no distribuidos después de impuestos. Al igual que el ahorro de los hogares, el de las empresas también mantuvo una tendencia decreciente entre 1995 y 2007, con un paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5), y a partir de 2008 también se produjo un cambio brusco de la tendencia. La diferencia con los hogares es que durante los dos últimos años ha seguido aumentando, de forma que entre 2007 y 2011 más que se duplicó alcanzando un 15,8% del PIB, el valor más alto desde que se dispone de datos. Este aumento corresponde casi en su totalidad a las sociedades no financieras, ya que las financieras muestran un perfil prácticamente plano, tanto en las fases de expansión como de recesión.

Las cifras más importantes que conformaron el ahorro de las sociedades no financieras en 2011 vienen recogidas en el cuadro 6. La fuente fundamental de la renta de las mismas, el excedente bruto de explotación, volvió a crecer de forma vigorosa por segundo año consecutivo, un 10,6%. De las dos principales variables de las

que depende el excedente, el valor añadido bruto (VAB) nominal generado en el sector creció un 4,1% y las remuneraciones de los asalariados cayeron un 0,1%. Con ello, la tasa de beneficio (excedente sobre VAB) aumentó 2,4 pp, hasta el 41,4%, acumulando 6,3 pp desde 2008. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa volvieron a aumentar tras dos años de notables caídas, lo que se debió fundamentalmente al mayor coste de la deuda. También aumentaron, tras dos años de fuertes caídas, los pagos por el Impuesto de Sociedades como consecuencia de los cambios normativos. Hay que tener en cuenta que, en los tres años posteriores al máximo de 2007, la recaudación por este impuesto se redujo un 62% (2,5 pp del PIB), explicando más de la quinta parte del aumento del déficit público en estos años. Con todo ello, la renta disponible, que es equivalente al ahorro al no existir consumo final, aumentó casi un 10%, tasa elevada en un periodo de crisis, pero notablemente inferior a la de los tres años anteriores. Su nivel alcanzó 141.885 millones de euros, 2,5 veces más que la registrada en 2007. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, se situó en el 13,3%, un punto porcentual más que en el año anterior y 7,8 pp más que en 2007. Este fuerte ajuste viene motivado en gran medida por la dificultad de acceder al crédito tras desencadenarse la crisis financiera, y está suponiendo un cambio estructural muy importante en las fuentes de financiación de las empresas.

El ahorro y las transferencias de capital recibidas netas generaron unos recursos de capital de 153.418 millones, cifra que sobró para cubrir la inversión en formación bruta de capital, lo que permitió generar un superávit (capacidad de financiación) equivalente al 1,8% del PIB, el segundo consecutivo desde 1996 (gráfico 6). Al hacer los ajustes entre la contabilidad nacional y las cuentas financieras, el ahorro financiero resultante se reduce al 1,1% del PIB. Este superávit, junto a la reducción de los activos financieros que se viene produciendo desde 2008, se traduce en una disminución de los pasivos. Entre ellos, la deuda bruta (préstamos y valores excepto acciones) se redujo en 2011 en 5,6 pp del PIB, hasta el 135,8%, porcentaje que, como se ve en el gráfico 7, aún supera ampliamente al de la zona euro y más aún al de los EE.UU.

Las previsiones para 2012, partiendo de los datos conocidos del primer semestre, señalan un nuevo avance del excedente de explotación, aunque a un ritmo muy inferior al de los años anteriores. Dicho avance se está produciendo en un contexto de caída del VAB y, más aún, de los costes laborales, por lo que vuelve a crecer la tasa de beneficio. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa vuelven a aumentar, pues aunque la deuda sigue reduciéndose, su coste medio va en aumento. Más

Cuadro 5

AHORRO BRUTO, CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN Y AHORRO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS
 Porcentaje del PIB

	Ahorro Bruto			Capacidad de financiación			Ahorro financiero (a)			PIB
	Total	I. Financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. Financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. Financieras (b)	Soc. no financieras	Millardos euros
CNE-1986 (SEC-79)										
1985	13,2	2,0	11,2	4,9	1,5	3,4	0,7	1,6	-0,9	169,5
1986	13,6	1,6	12,0	3,4	1,3	2,1	0,4	1,3	-0,9	194,3
1987	13,7	2,3	11,4	1,3	1,8	-0,5	0,3	1,6	-1,2	217,2
1988	13,4	1,9	11,5	0,4	1,5	-1,1	0,6	1,4	-0,8	241,4
1989	13,1	2,3	10,8	-0,5	1,6	-2,1	-1,7	1,6	-3,3	270,7
1990	12,1	2,3	9,7	-1,8	1,4	-3,2	-3,1	1,6	-4,7	301,4
1991	11,2	2,1	9,1	-2,3	1,3	-3,6	-4,5	1,6	-6,1	330,1
1992	10,9	2,3	8,6	-1,7	1,6	-3,3	-4,1	1,6	-5,7	355,2
1993	11,0	1,2	9,8	1,1	0,4	0,7	-1,3	0,4	-1,7	366,3
1994	12,8	1,8	10,9	2,2	1,1	1,0	0,3	1,1	-0,8	389,5
1995	14,5	2,2	12,2	3,3	1,5	1,8	1,4	1,5	-0,2	419,4
CNE-1995 (SEC-95)										
1995	14,1	1,8	12,3	2,3	1,0	1,3	1,5	1,0	0,5	437,8
1996	13,4	1,6	11,8	1,2	1,1	0,1	0,9	1,1	-0,1	464,3
1997	12,9	1,3	11,6	0,4	0,8	-0,4	0,2	0,8	-0,6	494,1
1998	13,0	1,6	11,4	0,0	1,1	-1,1	0,0	1,1	-1,1	528,0
1999	12,2	1,0	11,2	-1,8	0,5	-2,3	-1,8	0,5	-2,3	565,4
2000	12,2	1,5	10,6	-2,9	0,8	-3,7	-2,6	0,8	-3,4	610,5
CNE-2008 (SEC-95)										
2000	11,8	1,5	10,3	-3,6	0,5	-4,0	-3,8	0,5	-4,3	629,9
2001	11,1	2,0	9,1	-3,6	1,2	-4,8	-4,1	1,2	-5,3	680,4
2002	11,5	1,9	9,7	-2,7	1,2	-3,9	-3,2	1,2	-4,4	729,3
2003	11,7	1,8	9,9	-2,6	1,1	-3,6	-2,7	1,1	-3,8	783,1
2004	11,0	1,5	9,5	-3,7(c)	0,7	-4,4(c)	-4,1	0,7	-4,8	841,3
2005	9,7	1,4	8,3	-6,1	0,9	-6,9	-6,5	0,9	-7,4	909,3
2006	8,7	1,6	7,1	-8,1	0,7	-8,9	-9,1	0,7	-9,8	985,5
2007	7,5	2,1	5,5	-8,8	1,9	-10,7	-9,6	1,9	-11,5	1053,2
2008	9,7	2,8	6,9	-5,9	1,8	-7,7	-4,9	1,8	-6,7	1087,8
2009	12,2	2,4	9,8	0,2	1,3	-1,1	0,9	1,3	-0,4	1048,1
2010	14,2	1,9	12,3	2,0	0,9	1,1	2,5	0,9	1,6	1048,9
2011	15,8	2,5	13,3	3,8(d)	2,0(d)	1,8	3,1	2,0	1,1	1063,4
2012 (p)	16,3	2,6	13,7	5,0(e)	2,7(e)	2,3	4,3	2,7	1,6	1053,7
2013 (p)	16,2	2,6	13,6	4,3	1,7	2,6	3,6	1,7	1,9	1045,2

(a) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

(b) Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros.

(c) Ver nota (a) del cuadro 2.

(d) Ver nota (b) del cuadro 2.

(e) Ver nota (c) del cuadro 2.

(p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2012-13, previsiones Funcas.

Cuadro 6

AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB			
	2011	2012(p)	2013(p)	2011	2012(p)	2013(p)	2010	2011	2012(p)	2013(p)
1. Valor añadido bruto, precios básicos	537,1	534,1	524,9	4,1	-0,6	-1,7	49,2	50,5	50,7	50,2
2. Remuneración de los asalariados	311,9	301,1	293,1	-0,1	-3,5	-2,7	29,8	29,3	28,6	28,0
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	2,9	3,0	3,4	13,8	4,3	12,7	0,2	0,3	0,3	0,3
4. = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	222,4	230,0	228,4	10,6	3,4	-0,7	19,2	20,9	21,8	21,9
4.b. Tasa de beneficio, en % (4/1)	41,4	43,1	43,5	--	--	--	--	--	--	--
5. Rentas propiedad y empresa (a)	-53,8	-56,2	-58,6	16,8	4,5	4,4	-4,4	-5,1	-5,3	-5,6
5.1. Recibidas (a)	35,2	33,3	31,2	-2,6	-5,4	-6,3	3,4	3,3	3,2	3,0
5.2. Pagadas (a)	88,9	89,5	89,8	8,3	0,6	0,4	7,8	8,4	8,5	8,6
6. = Saldo de rentas primarias (4+5)	168,6	173,8	169,8	8,7	3,1	-2,3	14,8	15,9	16,5	16,2
7. Impuestos renta y patrimonio pagados	16,6	19,5	17,8	6,1	17,6	-8,9	1,5	1,6	1,9	1,7
8. Transferencias ctes. netas (b)	-10,1	-10,0	-9,8	-2,5	-1,0	-2,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
9. = Renta bruta disponible (6-7+8) = Ahorro bruto (c)	141,9	144,3	142,2	9,9	1,7	-1,4	12,3	13,3	13,7	13,6
11. Transferencias de capital netas	11,5	8,6	6,4	-9,3	-25,5	-25,0	1,2	1,1	0,8	0,6
12. = Recursos de capital (10+11)	153,4	152,9	148,6	8,2	-0,4	-2,8	13,5	14,4	14,5	14,2
13. Formación bruta de capital (d)	134,6	128,8	121,6	3,4	-4,3	-5,7	12,4	12,7	12,2	11,6
13.b. Tasa de inversión, en % (13/1)	25,1	24,1	23,2	--	--	--	--	--	--	--
14. = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12-13)	18,9	24,0	27,1	--	27,5	12,7	1,1	1,8	2,3	2,6
PRO MEMORIA:										
15. Ahorro financiero (Cuentas financieras) (e)	11,7	16,9	20,0	--	44,2	18,1	1,6	1,1	1,6	1,9
16. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	1.443,6	1.372,6	1.282,9	-2,6	-4,9	-6,5	141,4	135,8	130,3	122,7

(a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

(b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FFPP).

(c) La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FFPP.

(d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

(e) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.

Fuentes: Para 2011, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2012-13, previsiones Funcas.

Gráfico 6

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

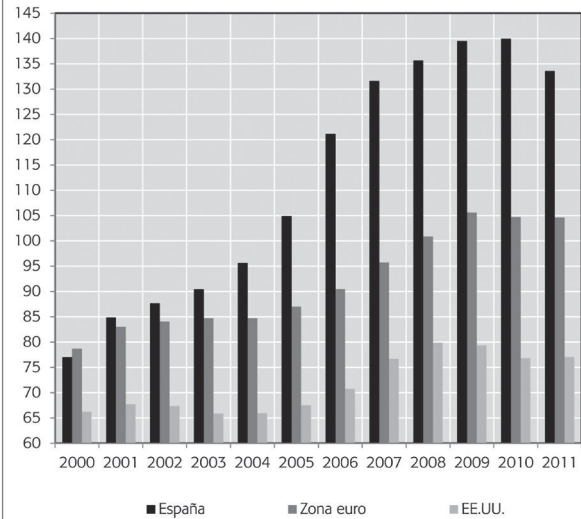
Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

aún se espera que aumenten los pagos por el impuesto sobre la renta después de las nuevas medidas aprobadas en julio último. Todo ello se traducirá en un avance muy moderado de la renta disponible y del ahorro. Por su parte, la formación bruta de capital muestra un nuevo descenso, tras dos años de moderado crecimiento, lo que permitirá que la capacidad de financiación siga ampliándose hasta el 2,3% del PIB.

Para 2013 se contempla un escenario para las empresas algo peor que el de 2012. El VAB nominal volverá a caer y, con él, el excedente de explotación, aunque de forma poco significativa. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa crecerán a un ritmo similar al de 2012. En cambio, los impuestos sobre la renta disminuirán, ya que parte de los cambios normativos introducidos en 2012 suponen adelantos a este año de impuestos que se hubieran pagado en 2013. A pesar de ello, se espera una ligera caída de la renta disponible y del ahorro. No obstante, y dado que la formación bruta de capital seguirá contrayéndose, la capacidad de financiación volverá a aumentar hasta el 2,6% del PIB, lo que hará posible que la deuda bruta siga descendiendo.

Gráfico 7

DEUDA BRUTA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (En préstamos y valores distintos de acciones) Porcentaje del PIB



Fuentes: Eurostat y Reserva Federal.

5. El ahorro del sector público

Como se ha señalado anteriormente, el ahorro público actúa cíclicamente de forma compensatoria del ahorro privado en la formación del ahorro nacional (gráfico 3). Al margen de otras consideraciones teóricas, la relación inversa entre los ahorros privado y público se explica en gran medida por la actuación de los estabilizadores automáticos. Además, por lo que respecta al comportamiento del gasto y ahorro privados en los últimos años, también hay que tener en cuenta que los hogares y las empresas se enfrentaban a una situación financiera muy desequilibrada al comienzo de la crisis, cuyo ajuste pasaba por un aumento importante de su ahorro (tanto más acuciante al restringírseles el crédito). El trasvase de recursos públicos que se produjo en 2008 y 2009 lo destinaron, pues, en su mayor parte a llevar a cabo dicho ajuste de forma más rápida, pero apenas a aumentar con ellos su gasto. Una vez que el ajuste estuvo muy avanzado, el cambio en la política fiscal a partir de 2010 en forma de subidas impositivas y otras medidas, orientado a restablecer el ahorro público, ha mermado las rentas disponibles privadas y ha tenido un impacto negativo más importante sobre el ahorro que sobre el gasto de dichos sectores.

RECUADRO GRÁFICO

El destino del ahorro financiero de hogares y empresas durante la crisis

El ahorro generado por las familias y empresas, que, como se sabe, es la diferencia entre su renta y su consumo, se destina fundamentalmente a inversión, y el resto, que es lo que se conoce como capacidad (si es positivo) o necesidad (si es negativo) de financiación, equivale al ahorro financiero (u operaciones financieras netas, conforme a la terminología de las Cuentas Financieras)¹, y puede destinarse a la adquisición de activos financieros (depósitos, acciones, participaciones en fondos, etc.) o a la reducción de pasivos financieros, entre ellos, la deuda (desapalancamiento).

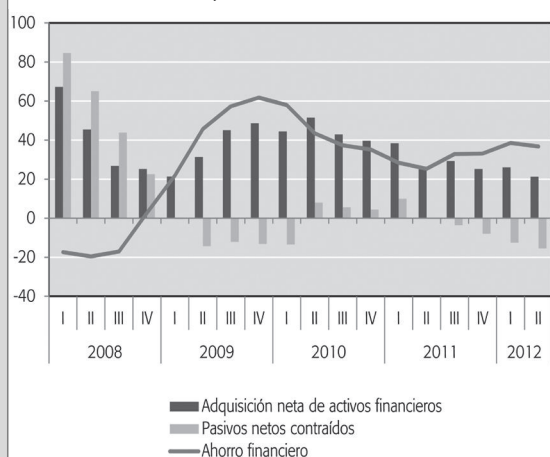
Puesto que uno de los principales desequilibrios generados durante la etapa de expansión ha sido precisamente el aumento del endeudamiento de los agentes privados, resulta de gran interés analizar si los hogares y las empresas han destinado su ahorro financiero generado durante la etapa de crisis a incrementar sus activos financieros o a la reducción de su deuda.

En el caso de los hogares, la mayor parte del ahorro total se sigue destinando a la inversión en capital fijo (en torno al 70% en los últimos trimestres), a pesar del fuerte descenso de esta última desde el inicio de la crisis, ya que el ahorro también se ha reducido notablemente desde 2010. El resto, es decir, el ahorro financiero, desde 2009 se ha dedicado en su mayor parte a la adquisición de activos financieros, como se puede observar en el gráfico 1.

En 2009, solo el 21% del excedente financiero de los hogares se destinó a la reducción de la deuda, mientras que en 2010 se produjo incluso un incremento de esta. En 2011, la parte del ahorro financiero dirigido a reducir pasivos fue el 24%, y en la primera mitad de 2012 ha sido el 42%. En total, desde 2009 hasta el segundo trimestre de 2012, el 12,8% del excedente financiero generado por los hogares en todo el período ha sido destinado a reducir deuda, y el resto, a adquirir activos financieros. Cabe también apuntar que el volumen de activos financieros adquiridos por las familias ha ido en descenso desde el tercer trimestre de 2010.

Gráfico 1

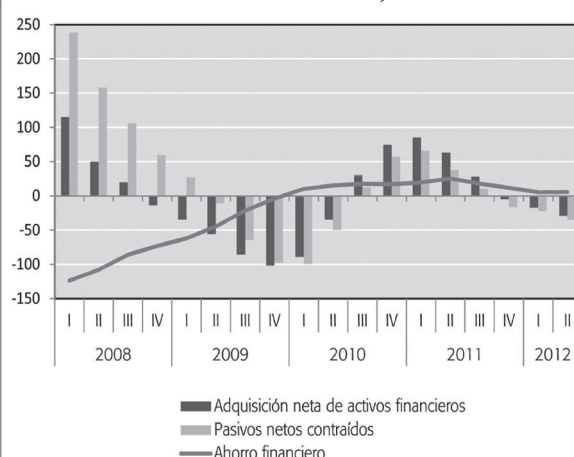
ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES (Miles de millones de euros, sumas móviles de 4 trimestres)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Miles de millones de euros, sumas móviles de 4 trimestres)



Fuente: Banco de España.

¹ Aunque ambos conceptos son equivalentes, en realidad existe una discrepancia entre las cifras de capacidad o necesidad de financiación de los hogares y de las empresas no financieras que proporciona el INE dentro del marco de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales y las de operaciones financieras netas que ofrece el Banco de España en las Cuentas Financieras. Esto es debido fundamentalmente a la diferente clasificación de algunos individuos dentro de un grupo institucional u otro en cada una de estas estadísticas.

El comportamiento de las empresas no financieras ha sido muy diferente (gráfico 2). En los primeros años de la crisis, como es habitual en este sector institucional, su volumen de inversión ha sido superior al de ahorro total, generando, por tanto, una necesidad de financiación. A partir de 2010, sin embargo, el ahorro de las empresas pasa a ser superior a la inversión, generándose, por tanto, una capacidad de financiación positiva, aunque muy reducida, ya que el porcentaje del ahorro destinado a la formación de capital fijo ha seguido siendo muy elevado, superior al 90%.

En 2009 y primera mitad de 2010, las empresas no financieras no generaron, por tanto, ahorro financiero, y no adquirieron activos financieros, sino que los vendieron, destinando los recursos obtenidos prácticamente en su totalidad a la reducción de los pasivos. En la segunda mitad de 2010 y primera de 2011, las empresas no financieras comenzaron a generar ahorro financiero y además incrementaron su endeudamiento, destinando tanto este ahorro financiero como el endeudamiento a la adquisición de activos financieros. Finalmente, desde finales de 2011, las empresas no financieras han dirigido el pequeño volumen de ahorro financiero generado junto a los recursos procedentes de la venta de activos a la reducción de pasivos.

En el conjunto del periodo, las empresas no financieras han destinado su escaso ahorro financiero, junto a los recursos obtenidos de la venta de activos financieros, a la reducción de sus pasivos. El esfuerzo de desapalancamiento, por tanto, ha sido mucho más intenso en el caso de las empresas no financieras que en el de los hogares.

En el cuadro 7 se presentan las principales magnitudes de las cuentas del conjunto de administraciones públicas en 2011 y las previsiones para 2012 y 2013. El ahorro público (desahorro en este caso) sufrió un fuerte deterioro en 2008 y 2009, pero cambió su tendencia en 2010, al pasar del -5,3% del PIB a -4,6%. Sin embargo, en 2011 volvió a empeorar hasta el -5,2%. Ello fue el resultado de una nueva caída de la renta disponible, superior a la que registró el consumo (gráfico 8). El conjunto de los ingresos corrientes, básicamente impuestos directos e indirectos, disminuyó 0,8 pp del PIB, después de haber mejorado 1,5 pp en 2010, mientras que los gastos corrientes solo disminuyeron 0,1 pp (6,5 pp en 2008 y 2009). Dentro de estos, el descenso señalado del consumo público (fundamentalmente, remuneraciones salariales y compras de bienes y servicios) fue compensado por el aumento de los pagos por intereses, mientras que las prestaciones sociales y otras transferencias corrientes permanecieron prácticamente estables como porcentaje del PIB.

Por su parte, los gastos de capital registraron una abultada caída del 18,1%, disminuyendo su porcentaje en el PIB un punto porcentual. Ello permitió que el déficit (necesidad de financiación se redujese del 9,7% del PIB en 2010 al 9,4% en 2011 (gráfico 9). Hay que añadir que los gastos de capital hubieran sido menores de no incluir 5.136 millones de pérdidas por ayudas a instituciones financieras concedidas por el FROB. Sin ellas, el déficit público se hubiera situado en el 9% del PIB.

Los datos disponibles del primer semestre y las estimaciones para el segundo de 2012 apuntan a una recuperación del ahorro público (menos desahorro) de 0,7 pp del PIB, hasta el -4,4%. Esta mejora se debe sobre todo a un descenso del consumo público, ya que la renta disponible volverá a reducirse ligeramente. El crecimiento de los impuestos indirectos va a ser muy moderado, a pesar de la subida del IVA en septiembre, mientras que el de los directos será mayor, del orden de 8 dp del PIB, como consecuencia de las subidas del IRPF y Sociedades. También mejorará la renta disponible por la disminución de los gastos en subvenciones y otras transferencias corrientes. Pero todo ello se verá contrarrestado por el aumento de los pagos por intereses, que pasarán del 2,5% al 3,2% del PIB, y de las prestaciones sociales, que aumentarán medio punto del PIB, hasta el 15,9%. Por su parte, el retroceso del consumo público será debido tanto a la disminución de las compras de bienes y servicios como a la de las remuneraciones salariales, como consecuencia, en este último caso, de la reducción del empleo público y de la congelación del sueldo y eliminación de la paga extra de Navidad de los funcionarios.

Los gastos de capital netos, que incluyen la formación bruta de capital y las transferencias recibidas y pagadas de esta naturaleza, seguirán cayendo fuertemente, reduciendo su peso en el PIB 7 dp. Sumada esta reducción al aumento del ahorro, se obtiene una minoración del déficit de 1,4 pp del PIB, hasta el 8%. Hay que añadir que, al igual de lo sucedido en 2011, los gastos de capital incluyen pérdidas por ayudas a instituciones financieras por valor de 1,1 pp del PIB. Sin ellas, el déficit de 2012 se situaría en el 6,9% del PIB, con una reducción de 2 pp del PIB respecto a 2011, excluyendo también en ese año las ayudas financieras.

La desviación que supone esta última cifra de déficit respecto al objetivo del 6,3% se producirá fundamentalmente en el ámbito de las administraciones de seguridad social, tal como se podía deducir ya en el mismo momento de presentación de los PGE-2012. A pesar de ello, de cumplirse estas previsiones, podría concluirse que el esfuerzo de consolidación fiscal en 2012 habrá sido muy importante. Hay que tener en cuenta que, con una caída estimada del PIB real del 1,5%, el output gap, estimado como diferencia entre el PIB observado y el tendencial de largo plazo, se habrá ampliado en casi 2 pp del PIB, lo que lleva aparejado un deterioro del componente cíclico del déficit primario de 1,5 pp. Si a ello se añade el aumento de los intereses señalado, se concluye que el déficit primario estructural, que es la variable de referencia del esfuerzo o impulso fiscal, se habrá reducido en unos 4 pp del PIB.

Para 2013 los PGE proyectan un déficit del conjunto de las administraciones públicas (A.P.P.) del 4,5%. En ellos no se da información de los ingresos y gastos en términos de contabilidad nacional, ni para el Estado ni para el conjunto de las A.A.P.P., que permitiría deducir la cifra del ahorro. Tal objetivo se enmarca en un cuadro macroeconómico en el que el PIB real cae un 0,5% y el nominal aumenta un 1,2%; la demanda interna real se reduce un 2,9%; el consumo público, un 8,2%; el empleo en términos de contabilidad nacional disminuye un 1,2% y las remuneraciones de los asalariados crecen un 0,3%. Este escenario, a pesar de que en medias anuales aún se producen retrocesos del PIB y del empleo, supone que la economía empieza a recuperarse desde comienzos del año y de forma relativamente intensa, lo cual puede calificarse como optimista a la vista de las tendencias recientes y de los factores que las condicionan. Al comparar estas cifras con las previsiones de Funcas comentadas anteriormente (cuadro 1), se observan diferencias importantes, que en principio se trasladarían a las bases imponibles de los distintos impuestos y a los capítulos de gasto ligados al ciclo, dando como resultado unas estimaciones de ingresos y gastos también diferentes. Sin embargo, al menos por lo que respecta a los ingresos por impuestos, las pre-

Cuadro 7

RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

	Millardos de euros			Variación anual en %			Porcentaje del PIB			
	2011	2012(p)	2013(p)	2011	2012(p)	2013(p)	2010	2011	2012(p)	2013(p)
1. Valor añadido bruto, precios básicos	144,8	138,6	133,1	-0,6	-4,3	-4,0	13,9	13,6	13,2	12,7
2. Remuneración de los asalariados	123,6	117,4	111,9	-1,7	-5,0	-4,7	12,0	11,6	11,1	10,7
3. Impuestos s/ produc. menos subvenciones	0,3	0,3	0,2	1,8	-8,6	-15,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	21,0	21,0	21,0	6,2	0,0	0,0	1,9	2,0	2,0	2,0
5. Impuestos producción e importación	105,0	105,3	112,4	-4,5	0,3	6,7	10,5	9,9	10,0	10,8
6. Subvenciones de explotación pagadas	11,8	9,9	8,3	-0,2	-15,9	-16,4	1,1	1,1	0,9	0,8
7. Intereses y otras rentas propiedad recibidos	10,6	11,1	11,4	8,3	5,0	2,5	0,9	1,0	1,1	1,1
8. Intereses y otras rentas propiedad pagados	26,1	33,7	41,6	28,1	28,8	23,6	1,9	2,5	3,2	4,0
9. = Saldo de rentas primarias (4+5-6+7-8)	98,6	93,8	94,8	-8,0	-4,9	1,1	10,2	9,3	8,9	9,1
10. Impuestos renta y patrimonio	101,6	109,1	109,0	2,1	7,4	-0,1	9,5	9,6	10,4	10,4
11. Cotizaciones sociales reales e imputadas recibidas	140,0	137,6	134,7	-0,2	-1,7	-2,1	13,4	13,2	13,1	12,9
12. Otros ingresos corrientes (a)	8,9	8,6	8,3	-1,7	-3,2	-3,6	0,9	0,8	0,8	0,8
13. Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	163,8	167,5	169,0	1,3	2,2	0,9	15,4	15,4	15,9	16,2
14. Otras transfer. corrientes pagadas (a)	17,8	16,1	14,4	0,9	-9,2	-10,7	1,7	1,7	1,5	1,4
15. = Renta disponible bruta (9+10+11+12-13-14)	167,5	165,5	163,4	-5,2	-1,2	-1,3	16,9	15,8	15,7	15,6
16. Consumo final público	222,7	212,4	198,1	-0,8	-4,6	-6,7	21,4	20,9	20,2	19,0
17. = Ahorro bruto (15 - 16)	-55,2	-46,9	-34,7	--	--	--	-4,6	-5,2	-4,4	-3,3
18. Impuestos de capital recibidos	3,9	3,6	3,4	-8,5	-8,2	-5,0	0,4	0,4	0,3	0,3
19. Transferencias de capital recibidas	-4,5	-5,1	-5,8	29,6	12,6	14,6	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
20. = Recursos de capital (17+18+19)	-55,8	-48,4	-37,2	18,8	-13,3	-23,3	-4,5	-5,3	-4,6	-3,6
21. Gastos de capital	44,6	36,1	15,0	-18,1	-19,0	-58,5	5,2	4,2	3,4	1,4
21.1. Formación bruta de capital (b)	30,0	18,7	11,4	-30,2	-37,7	-39,0	4,1	2,8	1,8	1,1
21.2. Transferencias de capital pagadas (c)	14,6	17,4	3,6	27,5	19,6	-79,4	1,1	1,4	1,7	0,3
22. = Cap (+) o nec. (-) de financiación (20 - 21)	-100,4	-84,5	-52,1	--	--	--	-9,7	-9,4	-8,0	-5,0
PRO MEMORIA:										
23. Ingresos corrientes	380,3	385,7	389,4	-0,8	1,4	0,9	36,5	35,8	36,6	37,3
24. Gastos corrientes	435,5	432,6	424,1	1,0	-0,7	-2,0	41,1	41,0	41,1	40,6
25. Deuda, según PDE	736,5	906,0	961,1	14,2	23,0	6,1	61,5	69,3	86,0	92,0

(a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

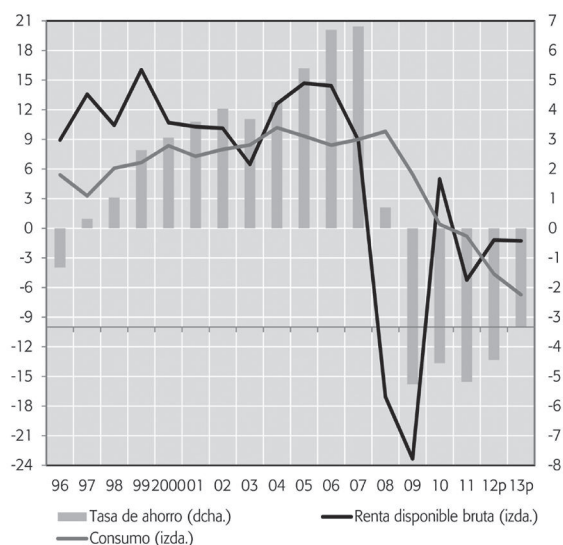
(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

(c) Se incluyen las pérdidas por ayudas a instituciones financieras. Sin ellas, la necesidad de financiación sería de 95,3 millardos de euros en 2011 (9% del PIB) y de 73 millardos (6,9% del PIB) en 2012.

Fuentes: Para 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

Gráfico 8

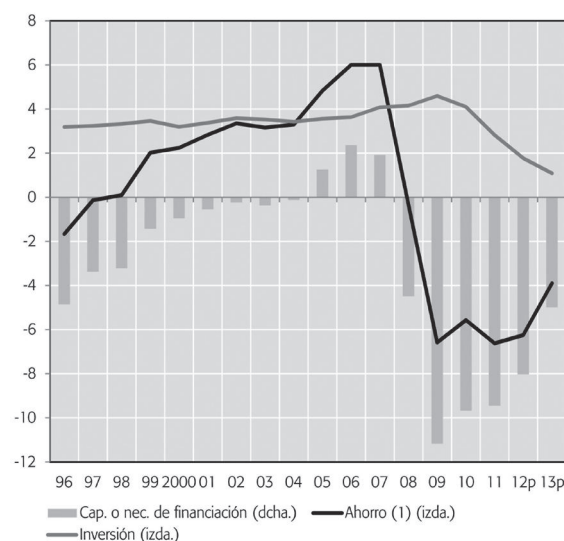
RENTA, CONSUMO Y AHORRO DE LAS AA.PP. Variación anual en % y porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

Gráfico 9

AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LAS AA.PP. Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

Fuentes: Hasta 2011, INE (CNE); para 2012-13, previsiones Funcas.

visiones oficiales parecen cercanas a un escenario como el de FUNCAS. Las diferencias fundamentales se producen en el ámbito de las administraciones de la seguridad social (pensiones y prestaciones por desempleo), como ya ocurriera con los presupuestos de 2012.

Las previsiones de Funcas para la cuenta del conjunto de las AA.PP. (cuadro 7) contemplan un moderado avance de los ingresos corrientes, que aumentarían su porcentaje del PIB en 7 dp. Dicho avance recae enteramente en los impuestos indirectos, como consecuencia fundamentalmente de la subida del IVA en el mes de septiembre último, mientras que los directos se mantienen estables, ya que el aumento de los impuestos sobre las rentas familiares se compensa con la caída de los correspondientes a las empresas. Por lo que respecta a los gastos, los corrientes disminuyen medio punto porcentual del PIB. Vuelven a reducirse las remuneraciones de los asalariados, las compras de bienes y servicios, subvenciones y otras transferencias, pero ello se ve contrarrestado parcialmente por los aumentos de los pagos por intereses y por prestaciones sociales. Como resultado, el ahorro experimenta una notable mejora, situándose en -34.700 millones de euros (-3,3% del PIB).

Por su parte, los gastos de capital vuelven a disminuir fuertemente, especialmente si se tiene en cuenta que para el año próximo no se incluyen en principio pérdidas por ayudas a instituciones financieras. En términos netos, estos gastos pasarían del 3,4% del PIB en 2012 al 1,4% en 2013. Esto, más la mejora señalada del ahorro, se traduce en una reducción del déficit de 3 pp del PIB, hasta el 5%. Si se excluyen las ayudas a instituciones financieras, la reducción del déficit se limitaría a 1,9 pp del PIB, cifra similar a la prevista para 2012 en los mismos términos. Por ello, y teniendo en cuenta que la ampliación del *output gap* y el aumento de la carga de intereses son también similares a los de este año, la magnitud del esfuerzo fiscal es prácticamente la misma. Cabe añadir que el saldo primario estructural pasa a ser positivo por primera vez en siete años. El mayor interrogante sobre el alcance de la consolidación fiscal se abre en el ámbito de la seguridad social, cuyo déficit puede entrar en una dinámica difícil de controlar en unos años si no adoptan ya de forma adelantada las medidas de ajuste contempladas en la última reforma del sistema.

El ahorro interior bruto en los años 2008-2011. Distribución regional del ahorro bruto y de las familias

*Pablo Alcaide Guindo**

1. Ahorro interior bruto. Antecedentes

El agregado económico definido como ahorro nacional bruto es probablemente la magnitud macroeconómica que más debería interesar y preocupar a la sociedad porque en dicho agregado está implícito el futuro económico, tanto en los términos de crecimiento de la renta personal como en la evolución de los salarios y el empleo, ya que el ahorro bruto $\pm$ el saldo anual de las operaciones con el exterior debe financiar la formación bruta de capital de la nación. Así, el ahorro nacional bruto se convierte en una magnitud económica básica para explicar el desarrollo económico en cualquier país junto con el producto nacional bruto, los saldos anuales de las balanzas de pagos con el exterior y el saldo consolidado de las administraciones públicas. Cuatro macromagnitudes que constituyen el núcleo básico que explica el comportamiento económico de cualquier país.

La importancia y relevancia de la variable del ahorro nacional se constata al responder a las cuestiones siguientes: ¿Cómo se financian las inversiones públicas y privadas de la nación?, ¿Cómo podría avanzar positivamente la economía de un país, sin dedicar una parte considerable de sus recursos a la financiación de un gasto público colectivo tan fundamental e imprescindible como es el dedicado a enseñanza, sanidad, seguridad nacional, justicia, servicios exteriores y administración pública en general?

En estos tiempos en los que sufrimos una de las mayores crisis económicas registradas en la historia económica de nuestro país, estas cuestiones parecen ponerse en entredicho. Como nuestra economía se muestra aletargada y sin capacidad de crecimiento, con todos los ajustes necesarios para corregir la situación de las cuentas públicas, el único componente del cuadro macroeconómico que podría ayudar a tener crecimiento en el ritmo de actividad sería el sector exterior. El consumo público se ve restringido, así como la inversión pública. El consumo privado con la subida de los impuestos y la reducción del empleo, que merman la renta familiar disponible, también se ve restringido y, por último, las empresas no tienen capacidad de financiación para acometer proyectos de inversión. Esta situación es la pescadilla que se muerde la cola. Tenemos que hacer ajustes para controlar el déficit público que implican reducciones en el ritmo de actividad, generan reducciones de los ingresos públicos y aumentos en las prestaciones sociales, que perjudican las cuentas públicas. Por otra parte, el aumento de los impuestos y la destrucción de empleo reducen la renta de las familias y su capacidad de ahorro, por lo que tenemos que financiar nuestra economía acudiendo a los mercados internacionales, que nos piden tipos de interés diferenciales muy altos si queremos cubrir las emisiones de deuda necesarias para atender los vencimientos anteriores de la deuda.

La Fundación de las Cajas de Ahorros ha venido estimando y analizando el comportamiento del ahorro en las distintas comunidades autónomas y provincias desde 1985, utilizando para ello las estimaciones que su Gabinete de Economía Regional hacía de las series de las distintas magnitudes que componen el cuadro macroeconómico.

* Gabinete de Economía Regional de Funcas.

En la actualidad, la Contabilidad Regional del Instituto Nacional de Estadística, por mandamiento de la autoridad estadística europea, ha realizado un nuevo cambio de base ofreciendo datos regionales del período 2008-2011 para un conjunto restringido de variables, limitándose a los años 2008 y 2009 para los relativos a la renta familiar disponible. Con la información oficial disponible de la Contabilidad Nacional y la Contabilidad Regional, el Gabinete de Economía Regional ha estimado el comportamiento del ahorro nacional bruto y del ahorro familiar para las distintas comunidades autónomas en el período 2008-2011.

El ahorro nacional bruto, referido a un año natural, se calcula por la agregación del ahorro generado en cada uno de los tres sectores institucionales básicos de la economía: las familias; las administraciones públicas y las sociedades y empresas, a los que hay que añadir el ahorro obtenido por las instituciones privadas sin fines de lucro. El ahorro familiar se calcula restando a la renta familiar bruta disponible el consumo familiar.

El cálculo de la dimensión del ahorro español ha sido siempre una operación difícil para los estadísticos que elaboran la contabilidad nacional. Nunca ha existido una información directa capaz de medir el ahorro familiar o el empresarial y solamente el ahorro/desahorro de las administraciones públicas ha sido calculado en el ámbito nacional, a través de los gastos e ingresos públicos. La creación por el Banco de España de la Central de Balances supuso un notable avance y ha constituido una base de información estadística adecuada que permite evaluar con alguna aproximación el ahorro bruto de las sociedades y empresas españolas. Por lo que se refiere a la estimación del ahorro bruto de las familias, al que se incorpora el ahorro de las instituciones privadas sin fines de lucro, esta es más problemática, ya que el ahorro familiar bruto se mide por la diferencia entre la renta familiar bruta disponible y el consumo familiar, magnitudes ambas de difícil estimación a consecuencia de la gran dificultad estadística para conocer el volumen de las rentas mixtas de los agricultores, comerciantes y pequeños empresarios autónomos. Aunque la magnitud de las rentas brutas salariales sea bastante asequible, en la medida en que es controlada con gran fiabilidad estadística por la Agencia Tributaria y, dado que el coste salarial es un gasto empresarial que deducen las sociedades a la hora de calcular el beneficio por el que deben de tributar en el Impuesto de Sociedades, es evidente que las rentas familiares que no proceden de los salarios pagados por las empresas o instituciones a sus trabajadores, son más difíciles de conocer con rigor y fiabilidad.

La Contabilidad Nacional de España para los años 2008 a 2011, publicada por el INE, muestra un descenso

en el período de la cuota del ahorro interior bruto español de 1,92 puntos porcentuales sobre la renta interior bruta disponible, registrando en 2011 una cuota del 18,37 % (cuadro 1). Esta caída citada se ha producido de manera continua en todos los años analizados.

El comportamiento de los tres sectores institucionales a lo largo del período analizado ha sido muy distinto.

En 2009 se registró un aumento de la cuota de ahorro familiar de más de tres puntos porcentuales, hasta alcanzar el 12,64 % de la renta interior disponible. El ahorro de las sociedades y empresas registró un aumento de más de dos puntos y medio, hasta situarse en el 12,61 %. Por su parte, el ahorro de las administraciones públicas sufrió un descalabro de más de seis puntos, hasta registrar una cuota negativa del -5,43 %.

En 2010 se produjeron nuevamente cambios en la estructura institucional del ahorro, registrando un descenso de la cuota de ahorro familiar de casi cuatro puntos porcentuales, hasta alcanzar el 8,95 % de la renta interior disponible. El ahorro de las sociedades y empresas registró un aumento de casi dos puntos, hasta situarse en el 14,54 %. Por su parte, el ahorro de las administraciones públicas registró una leve mejoría, hasta registrar una cuota negativa del -4,65 %.

En 2011, las sociedades y empresas ganaron nuevamente cuota de ahorro, pero a un ritmo inferior, con una ganancia de 1,75 puntos porcentuales, alcanzando el máximo del período estudiado con un 16,29 % de la renta interior bruta disponible. Las familias e instituciones privadas sin fines de lucro frenaron algo el ritmo en su pérdida de cuota de ahorro, registrando el 7,43 %, y por su parte las administraciones públicas perdieron casi totalmente la mejoría registrada un año antes, alcanzando una cuota negativa de ahorro del -5,35 % de la renta nacional bruta disponible.

Las conclusiones a las que se llega tras el análisis de la información estadística disponible sobre el ahorro en España son las siguientes:

1. Los datos oficiales del ahorro español, de la Contabilidad Nacional medido en porcentaje de la renta interior bruta disponible, indicaban que había tendido a descender en los años iniciales del siglo (en la serie anterior de Contabilidad Nacional), pero con una clara evidencia del aumento del ahorro de las administraciones públicas y el declive del ahorro empresarial y familiar hasta 2007. Una tendencia que se vio modificada de manera considerable en 2008 y más bruscamente en 2009 como consecuencia de la mayor dureza de la crisis, año en el que el aho-

Cuadro 1

AHORRO NACIONAL BRUTO (EN MILLONES DE EUROS)
 Contabilidad Nacional de España. INE

	2008	2009	2010	2011
Renta nacional bruta disponible	1.046.801	1.017.726	1.025.852	1.032.429
Consumo privado	622.368	592.404	608.105	620.012
Consumo público	212.003	223.603	224.511	222.721
Ahorro interior bruto	212.430	201.719	193.236	189.696
– Ahorro de hogares e IPSFL	98.999	128.624	91.805	76.716
– Ahorro administraciones públicas	7.655	-55.238	-47.744	-55.191
– Ahorro sociedades y empresas	105.776	128.333	149.175	168.171

ESTRUCTURA DEL GASTO Y DEL AHORRO (EN PORCENTAJE DE LA RIBD)

Consumo privado	59,45	58,21	59,28	60,05
Consumo público	20,25	21,97	21,89	21,57
Ahorro interior bruto	20,29	19,82	18,84	18,37
– Hogares e IPSFL	9,46	12,64	8,95	7,43
– Administraciones públicas	0,73	-5,43	-4,65	-5,35
– Sociedades y empresas	10,10	12,61	14,54	16,29

TASAS DE VARIACIÓN ANUAL DE LA RENTA, EL GASTO Y EL AHORRO (%)

Renta interior bruta disponible	8,61	-2,78	0,80	0,64
Consumo privado	8,87	-4,81	2,65	1,96
Consumo público	8,78	5,47	0,41	-0,80
Ahorro interior bruto	7,80	-5,04	-4,21	-1,83
Ahorro de hogares e IPSFL	0,29	29,92	-28,63	-16,44
Ahorro administraciones públicas	23,34	-821,59	-13,57	15,60
Ahorro sociedades y empresas	9,26	21,33	16,24	12,73

ro de las administraciones públicas tomó signo negativo, mientras que el ahorro de las familias y de las empresas alcanzaba cuotas superiores al 12 %. 2010 siguió registrando descenso en la cuota de ahorro, como consecuencia del descenso en el ahorro familiar.

2. El crecimiento del ahorro del sector público permitió hasta 2007 la financiación del gasto en inversión pública, tal como recoge el cuadro macroeconómico. Circunstancia esta que no se produjo ya en 2008, alcanzándose signo negativo desde 2009 a 2011.

3. Las afirmaciones que algunas veces se hicieron sobre la caída del ahorro español comenzaban a ajustarse a la realidad de los hechos hasta 2007. La tendencia a la reducción de la tasa de ahorro empresarial y familiar no se compensó plenamente con el mayor ahorro público.

El ahorro interno total descendió ligeramente en términos relativos, es decir, creció menos que la renta ajustada hasta 2007. El cambio registrado en la estructura del ahorro interior entre 2008 y 2011 empeoró esta situación ya que, a pesar del crecimiento de las cuotas de ahorro de las empresas, el tremendo descenso del ahorro público, ya con signo negativo, ha hecho más patente el descenso de la cuota de ahorro en España.

2. Estimación y análisis del ahorro bruto espacial en las comunidades autónomas

Como se ha comentado anteriormente, la estimación sobre el comportamiento del ahorro en la autonomías espa-

ñolas se limita al período de la nueva serie de Contabilidad Regional 2008-2011, refiriéndose solo al conjunto del ahorro nacional bruto y al ahorro de las familias, calculando las cuotas que estas magnitudes representan sobre el producto interior bruto para el ahorro bruto, y sobre la renta familiar disponible para el ahorro familiar. Igualmente para las dos magnitudes se calculan los ratios en términos por habitante y los índices de cada comunidad para la media nacional igual a 100. La falta de información desagregada por comunidades autónomas impide el cálculo de la distribución del ahorro público y empresarial entre las comunidades, que sí ofrece la Contabilidad Nacional para el conjunto de España.

2.1. El ahorro interior bruto

En la tabla 1 el lector encontrará los valores absolutos en miles de euros de los datos de las autonomías para el total del ahorro interior bruto y el ahorro familiar, así como las estructuras porcentuales de la aportación de cada comunidad autónoma al total nacional.

Uno de los hechos económicos más significativos, a la hora de enjuiciar el desarrollo económico y el bienestar social de los españoles, es el análisis de su comportamiento regional. El desigual nivel de desarrollo de las diecisiete comunidades autónomas españolas, más las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla, promueve la existencia de unas cuotas de ahorro bruto regional (porcentaje que representa el ahorro regional bruto frente al producto interior bruto regional a precios de mercado) que, si en 2008 oscilaba (cuadro 2) entre las tasas negativas de Melilla y las inferiores al 10 % de la renta interior bruta en Ceuta, Extremadura, Andalucía y Asturias, frente a más del 25 % en Baleares, Madrid y Cataluña, empeoró ligeramente en 2011 pero manteniendo prácticamente similar desigualdad. Como muestra el cuadro 2, todavía la ciudad de Melilla aparece con un ahorro regional bruto negativo del -4,11 %, permaneciendo por debajo del 10 % positivo, Ceuta y la Comunidad Autónoma de Extremadura, mientras que solo Madrid superó el 25 %. La insuficiencia del ahorro en las regiones españolas menos desarrolladas estaba compensada por las transferencias recibidas del conjunto de las administraciones públicas para financiar los

Cuadro 2

PORCENTAJE DEL AHORRO TOTAL RESPECTO AL PIB E ÍNDICES POR HABITANTE (MEDIA ESPAÑA = 100)

Autonomías	Año 2008		Año 2011	
	Cuota de ahorro bruto	Índice por habitante España=100	Cuota de ahorro bruto	Índice por habitante España=100
1. MADRID	27,60	183,02	25,54	184,59
2. BALEARES (ISLAS)	27,67	152,03	24,51	146,49
3. CATALUÑA	25,07	148,64	21,11	140,77
4. PAÍS VASCO	23,53	156,49	21,09	160,39
5. COMUNIDAD VALENCIANA	24,40	113,74	20,93	104,77
6. NAVARRA	22,66	145,65	20,77	151,81
7. RIOJA (LA)	22,05	124,96	19,04	120,93
8. CANTABRIA	17,77	88,19	16,13	90,13
9. ARAGÓN	17,59	100,15	14,69	92,56
10. CANARIAS	14,48	63,47	13,09	63,04
11. MURCIA	14,64	64,05	12,93	60,18
12. GALICIA	12,51	56,79	11,91	61,12
13. CASTILLA-LA MANCHA	10,83	45,33	10,34	46,68
14. ASTURIAS	9,24	44,34	10,31	55,12
15. CASTILLA Y LEÓN	11,13	53,85	10,20	57,38
16. ANDALUCÍA	9,02	35,54	10,07	43,06
17. EXTREMADURA	8,07	28,29	8,46	33,21
18. CEUTA	1,40	6,29	3,70	18,06
19. MELILLA	-7,86	-32,90	-4,11	-18,43
ESPAÑA	19,53	100,00	17,67	100,00

gastos en pensiones, subsidio de paro, enseñanza, sanidad y otros servicios públicos sociales. En el equilibrio solidario derivado de la actuación del sector público, aun en los años de crisis, está el elevado nivel de estabilidad y bienestar en el que se han movido la totalidad de las regiones españolas, a pesar del menor desarrollo económico de algunas de ellas.

Los datos conjuntos del ahorro de las comunidades autónomas españolas resultan, por tanto, muy afectados por el desarrollo relativo de la región de que se trate, con independencia de la predisposición al ahorro familiar, cuyo origen o mayor volumen puede depender del nivel de desarrollo, pero también de la idiosincrasia de la población residente, en su propensión al ahorro.

2.2. El ahorro familiar

Examinando el comportamiento del ahorro bruto, cuyos resultados están muy ligados al nivel de desarrollo económico autonómico, conviene analizar más detenidamente

la evolución registrada en el sector familias, con los rasgos fundamentales de su evolución en el periodo 2008/2011 y sus interrelaciones respecto a la renta familiar, que el lector puede encontrar en las tablas 2 y 7.

A lo largo del periodo comprendido entre 2008 y el 2011, la cuota del ahorro bruto de las familias españolas, como porcentaje del ahorro bruto de las familias frente la renta familiar bruta disponible, ha decrecido progresivamente desde el 13,81 % de 2008, al 11,01 % de 2011 (cuadro 3), con un repunte importante en 2009 hasta el 17,85 %. Esto significa que el ahorro bruto de las familias entre 2008 y 2011 descendió el 22,06 % en términos corrientes.

Desde la óptica autonómica, las mayores cuotas de ahorro familiar en 2011, aparte de las ciudades de Ceuta y Melilla, se registraron en La Rioja, seguida de Extremadura y Castilla y León. Las cuotas más bajas se registraron en Cataluña, Madrid, País Vasco, Galicia y Aragón, lo que no deja de ser curioso, sobre todo en el caso de Madrid y

Cuadro 3

AHORRO FAMILIAR BRUTO EN LOS AÑOS 2008 Y 2011. CUOTAS DEL AHORRO FAMILIAR Y AHORRO FAMILIAR POR HABITANTE

Autonomías	Ahorro bruto familiar (miles euros)		Cuota ahorro familiar sobre renta familiar		Ahorro familiar bruto por habitante (euros)		
	2008	2011	2008	2011	2008	2011	% variación
1. MELILLA	248.156	219.959	25,68	22,66	3.581	2.929	-18,21
2. CEUTA	257.887	235.129	23,79	22,62	3.562	3.070	-13,81
3. RIOJA (LA)	953.697	796.404	18,20	15,60	3.039	2.547	-16,19
4. EXTREMADURA	2.316.121	1.797.598	18,04	14,33	2.145	1.660	-22,61
5. CASTILLA Y LEÓN	6.523.531	5.059.062	16,57	13,25	2.603	2.037	-21,74
6. CANARIAS	4.372.848	3.291.803	16,35	12,81	2.121	1.562	-26,36
7. CASTILLA-LA MANCHA	4.159.757	3.223.540	16,06	12,71	2.078	1.576	-24,16
8. COM. VALENCIANA	10.636.639	8.494.976	15,24	12,68	2.149	1.699	-20,94
9. BALEARES (ISLAS)	2.539.948	2.070.650	14,98	12,57	2.399	1.895	-21,01
10. NAVARRA	1.790.614	1.403.188	14,99	12,04	2.934	2.253	-23,21
11. ASTURIAS	2.172.831	1.911.370	12,69	11,60	2.052	1.813	-11,65
12. ANDALUCÍA	13.882.422	11.240.674	13,63	11,18	1.713	1.359	-20,67
13. MURCIA	2.442.632	1.964.463	13,10	10,84	1.707	1.335	-21,79
14. CANTABRIA	1.138.597	917.761	12,38	10,32	1.984	1.587	-20,01
15. ARAGÓN	2.909.748	2.267.855	12,88	10,22	2.227	1.724	-22,59
16. GALICIA	5.060.432	3.944.096	12,67	10,20	1.848	1.444	-21,86
17. PAÍS VASCO	5.819.497	4.300.582	13,23	10,15	2.721	2.021	-25,73
18. MADRID	13.741.556	11.263.428	12,08	9,94	2.200	1.768	-19,64
19. CATALUÑA	16.349.088	11.445.463	12,92	9,22	2.249	1.567	-30,32
ESPAÑA	97.316.001	75.848.001	13,81	11,01	2.134	1.644	-22,96

Cataluña, si se tiene en cuenta que son dos de las autonomías con mayor cuota de ahorro total en España.

El nivel de ahorro familiar en euros por habitante evolucionó de forma muy desigual en las diversas autonomías durante el periodo 2008 a 2011, con pérdidas en todas ellas que, en valores absolutos, van desde los 239 euros por persona en Asturias, hasta los 700 euros del País Vasco. La mayor caída porcentual en los años analizados, superior al 30 %, tuvo lugar en Cataluña, seguida de Canarias y País Vasco, con caídas superiores al 25 %. Madrid, Melilla y La Rioja registraron descensos inferiores al 20 %, pero superiores al 15 %. Asturias y Ceuta fueron las que menos descendieron, pero superando el 11 %. El resto de comunidades registraron descensos entre el 20 y el 25 %.

Como forma de presentar de una manera conjunta y más clara el comportamiento del ahorro interior bruto y del ahorro familiar se han elaborado cuatro mapas en los

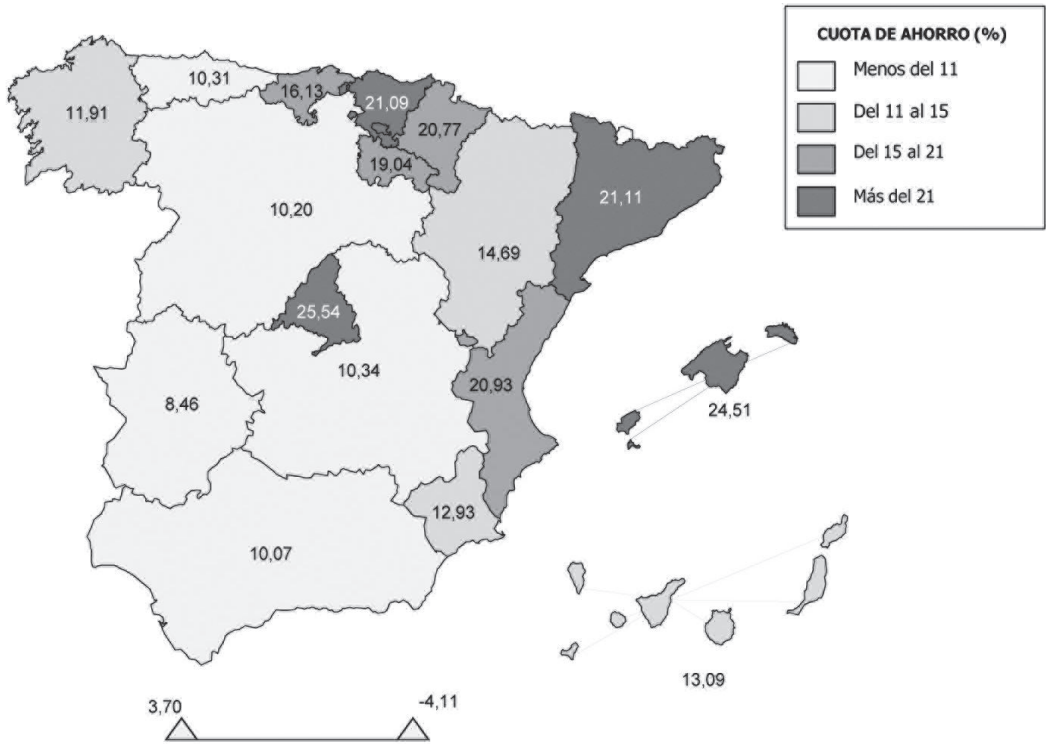
que se representan el comportamiento de las cuotas de ahorro interior bruto y ahorro familiar, así como sus valores por habitante.

En definitiva, las familias españolas, ante la dureza de la crisis, realizaron en un primer momento un esfuerzo importante en la reducción de su consumo, lo que propició una ganancia considerable de su cuota de ahorro que no se pudo conservar ante la persistencia de la recesión, la cada vez mayor pérdida de empleo y el agotamiento de las prestaciones por desempleo, y las subidas de impuestos.

Las previsiones del comportamiento del ahorro interior bruto para este año siguen siendo negativas, con una pérdida de más de medio punto porcentual en la cuota de ahorro sobre el producto interior bruto, aun a pesar de todos los recortes, y un descenso en casi dos puntos porcentuales en la cuota de ahorro familiar.

Mapa 1

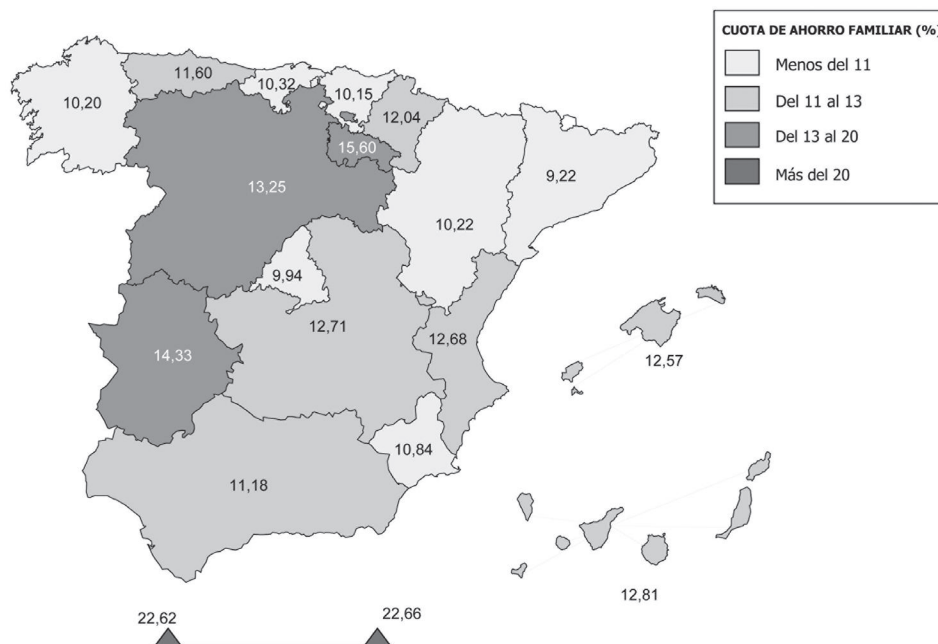
CUOTA DE AHORRO BRUTO, AÑO 2011
En porcentaje del Producto Interior Bruto (Media de España=17,67)



Mapa 2

CUOTA DE AHORRO FAMILIAR BRUTO, AÑO 2011

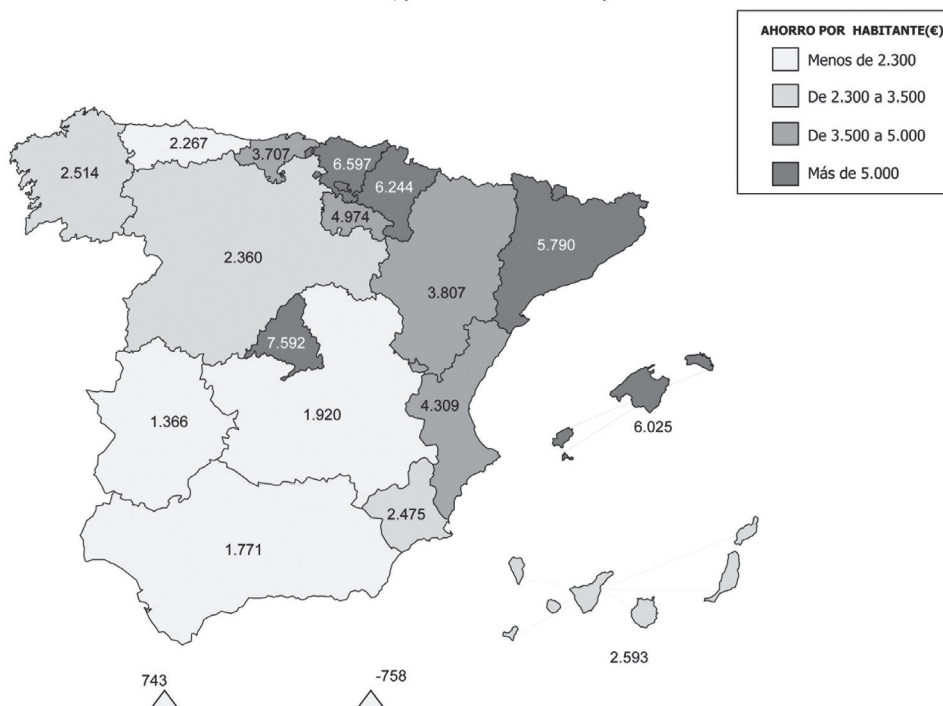
En porcentaje de la Renta Familiar Disponible (Media de España=11,01)



Mapa 3

AHORRO BRUTO POR HABITANTE, AÑO 2011

Euros por persona (Media de España=4.113)



Mapa 4

AHORRO FAMILIAR BRUTO POR HABITANTE, AÑO 2011
Euros por persona (Media de España=1.644)

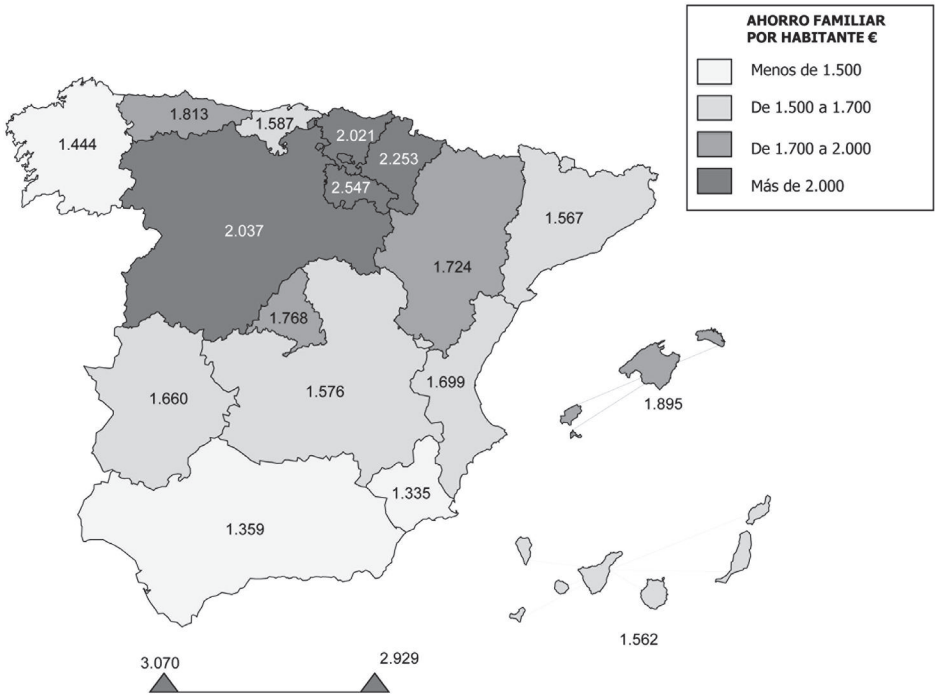


TABLA 1

**AHORRO INTERIOR BRUTO
(MILES DE EUROS)**

	2008	Estructura porcentual	2009	Estructura porcentual	2010	Estructura porcentual	2011	Estructura porcentual
ANDALUCÍA	13.425.576	6,32	15.431.504	7,65	15.053.084	7,79	14.644.531	7,72
ARAGÓN	6.096.741	2,87	5.365.725	2,66	5.062.783	2,62	5.007.974	2,64
ASTURIAS	2.188.029	1,03	2.521.488	1,25	2.415.450	1,25	2.390.170	1,26
BALEARES (ISLAS)	7.498.779	3,53	7.039.993	3,49	6.666.642	3,45	6.582.451	3,47
CANARIAS	6.096.741	2,87	5.789.335	2,87	5.526.550	2,86	5.463.245	2,88
CANTABRIA	2.357.973	1,11	2.239.081	1,11	2.202.890	1,14	2.143.565	1,13
CASTILLA-LA MANCHA	4.227.357	1,99	4.115.068	2,04	3.980.662	2,06	3.926.707	2,07
CASTILLA Y LEÓN	6.287.928	2,96	6.192.773	3,07	6.106.258	3,16	5.861.606	3,09
CATALUÑA	50.345.910	23,70	45.225.400	22,42	42.879.068	22,19	42.283.238	22,29
C. VALENCIANA	26.235.105	12,35	23.480.092	11,64	21.893.639	11,33	21.549.466	11,36
EXTREMADURA	1.423.281	0,67	1.492.721	0,74	1.487.917	0,77	1.479.629	0,78
GALICIA	7.243.863	3,41	7.100.509	3,52	7.072.438	3,66	6.866.995	3,62
MADRID	53.256.201	25,07	51.377.827	25,47	49.313.827	25,52	48.372.481	25,50
MURCIA	4.269.843	2,01	3.731.802	1,85	3.748.778	1,94	3.642.163	1,92
NAVARRA	4.142.385	1,95	3.973.864	1,97	3.980.662	2,06	3.888.768	2,05
PAÍS VASCO	15.592.362	7,34	15.028.066	7,45	14.260.817	7,38	14.037.504	7,40
RIOJA (LA)	1.826.898	0,86	1.613.752	0,80	1.584.535	0,82	1.555.507	0,82
CEUTA	21.243	0,01	60.516	0,03	57.971	0,03	56.909	0,03
MELILLA	-106.215	-0,05	-60.516	-0,03	-57.971	-0,03	-56.909	-0,03
ESPAÑA	212.430.000	100,00	201.719.000	100,00	193.236.000	100,00	189.696.000	100,00

Fuentes: Totales nacionales: Contabilidad Nacional INE.
Comunidades Autónomas: Estimación Funcas.

TABLA 2

AHORRO BRUTO DE LAS FAMILIAS
(MILES DE EUROS)

	2008	Estructura porcentual	2009	Estructura porcentual	2010	Estructura porcentual	2011	Estructura porcentual
ANDALUCÍA	13.882.422	14,27	19.443.531	15,32	13.427.487	14,81	11.240.674	14,82
ARAGÓN	2.909.748	2,99	3.629.798	2,86	2.692.751	2,97	2.267.855	2,99
ASTURIAS	2.172.831	2,23	3.187.124	2,51	2.239.426	2,47	1.911.370	2,52
BALEARES (ISLAS)	2.539.948	2,61	3.540.956	2,79	2.529.554	2,79	2.070.650	2,73
CANARIAS	4.372.848	4,49	5.508.154	4,34	3.952.994	4,36	3.291.803	4,34
CANTABRIA	1.138.597	1,17	1.586.450	1,25	1.115.180	1,23	917.761	1,21
CASTILLA-LA MANCHA	4.159.757	4,27	5.165.481	4,07	3.835.130	4,23	3.223.540	4,25
CASTILLA Y LEÓN	6.523.531	6,70	8.122.624	6,40	6.074.555	6,70	5.059.062	6,67
CATALUÑA	16.349.088	16,80	20.370.018	16,05	13.699.482	15,11	11.445.463	15,09
C. VALENCIANA	10.636.639	10,93	13.351.563	10,52	10.163.547	11,21	8.494.976	11,20
EXTREMADURA	2.316.121	2,38	2.855.610	2,25	2.085.295	2,30	1.797.598	2,37
GALICIA	5.060.432	5,20	6.066.585	4,78	4.714.580	5,20	3.944.096	5,20
MADRID	13.741.556	14,12	19.860.821	15,65	13.472.819	14,86	11.263.428	14,85
MURCIA	2.442.632	2,51	3.172.900	2,50	2.366.357	2,61	1.964.463	2,59
NAVARRA	1.790.614	1,84	2.347.946	1,85	1.695.436	1,87	1.403.188	1,85
PAÍS VASCO	5.819.497	5,98	6.790.006	5,35	5.131.639	5,66	4.300.582	5,67
RIOJA (LA)	953.697	0,98	1.243.777	0,98	942.916	1,04	796.404	1,05
CEUTA	257.887	0,26	355.365	0,28	271.995	0,30	235.129	0,31
MELILLA	248.156	0,26	317.290	0,25	253.862	0,28	219.959	0,29
ESPAÑA	97.316.001	99,99	126.915.999	100,00	90.665.005	100,00	75.848.001	100,00

Fuente: Funcas.

TABLA 3

POBLACIÓN RESIDENTE ESTIMADA AL 1º DE JULIO
(MILES DE HABITANTES)

	2008	Estructura porcentual	2009	Estructura porcentual	2010	Estructura porcentual	2011	Estructura porcentual
ANDALUCÍA	8.105,6	17,78	8.177,4	17,80	8.238,8	17,88	8.270,5	17,93
ARAGÓN	1.306,6	2,87	1.318,9	2,87	1.313,2	2,85	1.315,5	2,85
ASTURIAS	1.059,1	2,32	1.057,1	2,30	1.057,1	2,29	1.054,5	2,29
BALEARES (ISLAS)	1.058,7	2,32	1.074,9	2,34	1.080,1	2,34	1.092,5	2,37
CANARIAS	2.061,5	4,52	2.086,0	4,54	2.092,4	4,54	2.107,0	4,57
CANTABRIA	573,8	1,26	577,9	1,26	579,1	1,26	578,3	1,25
CASTILLA-LA MANCHA	2.001,6	4,39	2.037,8	4,44	2.039,5	4,43	2.045,4	4,43
CASTILLA Y LEÓN	2.506,5	5,50	2.510,6	5,47	2.495,0	5,42	2.483,8	5,38
CATALUÑA	7.270,5	15,95	7.288,1	15,87	7.321,1	15,89	7.303,1	15,83
C. VALENCIANA	4.950,6	10,86	5.019,1	10,93	4.990,6	10,83	5.001,2	10,84
EXTREMADURA	1.079,7	2,37	1.081,0	2,35	1.082,4	2,35	1.083,1	2,35
GALICIA	6.245,9	13,70	6.300,5	13,72	6.358,6	13,80	6.371,6	13,81
MADRID	2.738,1	6,01	2.737,0	5,96	2.736,6	5,94	2.732,0	5,92
MURCIA	1.431,0	3,14	1.452,2	3,16	1.465,8	3,18	1.471,4	3,19
NAVARRA	610,4	1,34	616,9	1,34	620,7	1,35	622,8	1,35
PAÍS VASCO	2.138,5	4,69	2.134,7	4,65	2.137,9	4,64	2.127,9	4,61
RIOJA (LA)	313,8	0,69	316,3	0,69	314,7	0,68	312,7	0,68
CEUTA	72,4	0,16	72,6	0,16	75,4	0,16	76,6	0,17
MELILLA	69,3	0,15	70,4	0,15	73,8	0,16	75,1	0,16
ESPAÑA	45.593,4	100,00	45.929,5	100,00	46.072,8	100,00	46.125,2	100,00
	6.245,9	13,70	6.300,5	13,72	6.358,6	13,80	6.371,6	13,81

Fuente: Contabilidad Regional INE.

TABLA 4

**PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO
(MILES DE EUROS)**

	2008	Estructura porcentual	2009	Estructura porcentual	2010	Estructura porcentual	2011	Estructura porcentual
ANDALUCÍA	148.888.745	13,69	142.991.401	13,65	143.587.377	13,66	145.451.711	13,55
ARAGÓN	34.659.521	3,19	33.102.115	3,16	33.252.008	3,16	34.098.225	3,18
ASTURIAS	23.679.372	2,18	22.397.148	2,14	22.704.162	2,16	23.175.286	2,16
BALEARES (ISLAS)	27.104.230	2,49	26.034.867	2,48	26.041.244	2,48	26.859.091	2,50
CANARIAS	42.097.124	3,87	40.289.791	3,85	40.343.614	3,84	41.732.626	3,89
CANTABRIA	13.265.940	1,22	12.773.701	1,22	12.918.343	1,23	13.289.887	1,24
CASTILLA-LA MANCHA	39.026.498	3,59	37.614.364	3,59	37.399.453	3,56	37.978.843	3,54
CASTILLA Y LEÓN	56.480.260	5,19	54.862.905	5,24	55.775.584	5,31	57.490.915	5,36
CATALUÑA	200.860.847	18,47	193.478.780	18,46	195.286.864	18,58	200.323.285	18,66
C. VALENCIANA	107.508.259	9,88	101.197.353	9,66	101.111.155	9,62	102.941.902	9,59
EXTREMADURA	17.630.725	1,62	17.222.104	1,64	17.334.126	1,65	17.491.441	1,63
GALICIA	57.885.031	5,32	56.085.401	5,35	56.670.423	5,39	57.677.746	5,37
MADRID	192.986.727	17,74	189.265.497	18,06	186.630.314	17,75	189.431.951	17,65
MURCIA	29.157.788	2,68	27.715.223	2,65	27.957.783	2,66	28.169.079	2,62
NAVARRA	18.277.242	1,68	17.726.517	1,69	18.121.702	1,72	18.726.002	1,74
PAÍS VASCO	66.264.260	6,09	63.461.207	6,06	64.464.212	6,13	66.575.414	6,20
RIOJA (LA)	8.285.897	0,76	7.903.705	0,75	7.971.644	0,76	8.171.154	0,76
CEUTA	1.517.437	0,14	1.505.450	0,14	1.521.624	0,14	1.536.291	0,14
MELILLA	1.352.110	0,12	1.347.585	0,13	1.375.145	0,13	1.385.286	0,13
ESPAÑA	1.087.749.000	100,00	1.047.831.000	100,00	1.051.342.000	100,00	1.073.383.000	100,00

Fuente: Contabilidad Regional INE.

TABLA 5

**RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE
(MILES DE EUROS)**

	2008	Estructura porcentual	2009	Estructura porcentual	2010	Estructura porcentual	2011	Estructura porcentual
ANDALUCÍA	101.852.668	14,46	103.397.909	14,54	100.522.506	14,54	100.532.997	14,60
ARAGÓN	22.598.583	3,21	22.776.237	3,20	22.206.331	3,21	22.192.219	3,22
ASTURIAS	17.119.090	2,43	16.731.095	2,35	16.464.507	2,38	16.473.411	2,39
BALEARES (ISLAS)	16.957.538	2,41	17.022.145	2,39	16.602.864	2,40	16.473.411	2,39
CANARIAS	26.746.803	3,80	26.664.295	3,75	25.872.796	3,74	25.706.185	3,73
CANTABRIA	9.195.649	1,31	9.185.975	1,29	8.993.218	1,30	8.894.268	1,29
CASTILLA-LA MANCHA	25.907.130	3,68	26.371.926	3,71	25.388.546	3,67	25.361.678	3,68
CASTILLA Y LEÓN	39.364.677	5,59	39.167.280	5,51	38.394.123	5,55	38.177.320	5,54
CATALUÑA	126.589.643	17,96	128.711.945	18,10	124.737.016	18,04	124.166.143	18,03
C. VALENCIANA	69.773.281	9,90	69.239.139	9,74	67.379.956	9,75	66.978.064	9,73
EXTREMADURA	12.836.239	1,82	12.799.807	1,80	12.521.327	1,81	12.546.037	1,82
GALICIA	39.925.351	5,67	39.833.630	5,60	38.809.195	5,61	38.659.629	5,61
MADRID	113.714.321	16,14	117.462.154	16,52	113.807.797	16,46	113.279.737	16,45
MURCIA	18.640.801	2,65	18.706.731	2,63	18.263.150	2,64	18.127.042	2,63
NAVARRA	11.945.235	1,70	12.031.162	1,69	11.760.362	1,70	11.650.320	1,69
PAÍS VASCO	43.985.967	6,24	43.582.106	6,13	42.544.839	6,15	42.380.300	6,15
RIOJA (LA)	5.239.652	0,74	5.229.727	0,74	5.119.216	0,74	5.104.696	0,74
CEUTA	1.084.007	0,15	1.092.881	0,15	1.037.679	0,15	1.039.520	0,15
MELILLA	966.416	0,14	970.061	0,14	968.500	0,14	970.618	0,14
ESPAÑA	704.443.051	100,00	710.976.205	100,00	691.393.928	100,00	688.713.595	100,00

Fuentes: Contabilidad Regional INE. Años 2008 y 2009.
Estimación Funcas. Años 2010 y 2011.

TABLA 6

CUOTA DE AHORRO REGIONAL BRUTO
(PORCENTAJE DEL AHORRO REGIONAL BRUTO FRENTE AL PRODUCTO INTERIOR BRUTO REGIONAL)

	2008	2009	Diferencia con año anterior (pp)	2010	Diferencia con año anterior (pp)	2011	Diferencia con año anterior (pp)	Diferencia con año 2008 (pp)
ANDALUCÍA	9,02	10,79	1,77	10,48	-0,31	10,07	-0,41	1,05
ARAGÓN	17,59	16,21	-1,38	15,23	-0,98	14,69	-0,54	-2,90
ASTURIAS	9,24	11,26	2,02	10,64	-0,62	10,31	-0,33	1,07
BALEARES (ISLAS)	27,67	27,04	-0,63	25,60	-1,44	24,51	-1,09	-3,16
CANARIAS	14,48	14,37	-0,11	13,70	-0,67	13,09	-0,61	-1,39
CANTABRIA	17,77	17,53	-0,24	17,05	-0,48	16,13	-0,92	-1,64
CASTILLA-LA MANCHA	10,83	10,94	0,11	10,64	-0,30	10,34	-0,30	-0,49
CASTILLA Y LEÓN	11,13	11,29	0,16	10,95	-0,34	10,20	-0,75	-0,93
CATALUÑA	25,07	23,37	-1,70	21,96	-1,41	21,11	-0,85	-3,96
C. VALENCIANA	24,40	23,20	-1,20	21,65	-1,55	20,93	-0,72	-3,47
EXTREMADURA	8,07	8,67	0,60	8,58	-0,09	8,46	-0,12	0,39
GALICIA	12,51	12,66	0,15	12,48	-0,18	11,91	-0,57	-0,60
MADRID	27,60	27,15	-0,45	26,42	-0,73	25,54	-0,88	-2,06
MURCIA	14,64	13,46	-1,18	13,41	-0,05	12,93	-0,48	-1,71
NAVARRA	22,66	22,42	-0,24	21,97	-0,45	20,77	-1,20	-1,89
PAÍS VASCO	23,53	23,68	0,15	22,12	-1,56	21,09	-1,03	-2,44
RIOJA (LA)	22,05	20,42	-1,63	19,88	-0,54	19,04	-0,84	-3,01
CEUTA	1,40	4,02	2,62	3,81	-0,21	3,70	-0,11	2,30
MELILLA	-7,86	-4,49	3,37	-4,22	0,27	-4,11	0,11	3,75
ESPAÑA	19,53	19,25	-0,28	18,38	-0,87	17,67	-0,71	-1,86

pp= puntos porcentuales.

Fuente: Elaboración Funcas con tablas 1 y 4.

TABLA 7

CUOTA DE AHORRO FAMILIAR BRUTO
(PORCENTAJE DEL AHORRO REGIONAL BRUTO FRENTE A LA RENTA INTERIOR BRUTA REGIONAL)

	2008	2009	Diferencia con año anterior (pp)	2010	Diferencia con año anterior (pp)	2011	Diferencia con año anterior (pp)	Diferencia con año 2008 (pp)
ANDALUCÍA	13,63	18,80	5,17	13,36	-5,44	11,18	-2,18	-2,45
ARAGÓN	12,88	15,94	3,06	12,13	-3,81	10,22	-1,91	-2,66
ASTURIAS	12,69	19,05	6,36	13,60	-5,45	11,60	-2,00	-1,09
BALEARES (ISLAS)	14,98	20,80	5,82	15,24	-5,56	12,57	-2,67	-2,41
CANARIAS	16,35	20,66	4,31	15,28	-5,38	12,81	-2,47	-3,54
CANTABRIA	12,38	17,27	4,89	12,40	-4,87	10,32	-2,08	-2,06
CASTILLA-LA MANCHA	16,06	19,59	3,53	15,11	-4,48	12,71	-2,40	-3,35
CASTILLA Y LEÓN	16,57	20,74	4,17	15,82	-4,92	13,25	-2,57	-3,32
CATALUÑA	12,92	15,83	2,91	10,98	-4,85	9,22	-1,76	-3,70
C. VALENCIANA	15,24	19,28	4,04	15,08	-4,20	12,68	-2,40	-2,56
EXTREMADURA	18,04	22,31	4,27	16,65	-5,66	14,33	-2,32	-3,71
GALICIA	12,67	15,23	2,56	12,15	-3,08	10,20	-1,95	-2,47
MADRID	12,08	16,91	4,83	11,84	-5,07	9,94	-1,90	-2,14
MURCIA	13,10	16,96	3,86	12,96	-4,00	10,84	-2,12	-2,26
NAVARRA	14,99	19,52	4,53	14,42	-5,10	12,04	-2,38	-2,95
PAÍS VASCO	13,23	15,58	2,35	12,06	-3,52	10,15	-1,91	-3,08
RIOJA (LA)	18,20	23,78	5,58	18,42	-5,36	15,60	-2,82	-2,60
CEUTA	23,79	32,52	8,73	26,21	-6,31	22,62	-3,59	-1,17
MELILLA	25,68	32,71	7,03	26,21	-6,50	22,66	-3,55	-3,02
ESPAÑA	13,81	17,85	4,04	13,11	-4,74	11,01	-2,10	-2,80

pp= puntos porcentuales.

Fuente: Elaboración Funcas con tablas 2 y 5.

TABLA 8

AHORRO BRUTO POR HABITANTE
(EN EUROS)

	2008	Índice medio España=100	2009	Índice medio España=100	2010	Índice medio España=100	2011	Índice medio España=100
ANDALUCÍA	1.656	35,54	1.887	42,96	1.827	43,56	1.771	43,06
ARAGÓN	4.666	100,15	4.068	92,62	3.855	91,92	3.807	92,56
ASTURIAS	2.066	44,34	2.385	54,30	2.285	54,48	2.267	55,12
BALEARES (ISLAS)	7.083	152,03	6.549	149,11	6.172	147,16	6.025	146,49
CANARIAS	2.957	63,47	2.775	63,18	2.641	62,97	2.593	63,04
CANTABRIA	4.109	88,19	3.875	88,23	3.804	90,70	3.707	90,13
CASTILLA-LA MANCHA	2.112	45,33	2.019	45,97	1.952	46,54	1.920	46,68
CASTILLA Y LEÓN	2.509	53,85	2.467	56,17	2.447	58,35	2.360	57,38
CATALUÑA	6.925	148,64	6.205	141,28	5.857	139,65	5.790	140,77
C. VALENCIANA	5.299	113,74	4.678	106,51	4.387	104,60	4.309	104,77
EXTREMADURA	1.318	28,29	1.381	31,44	1.375	32,78	1.366	33,21
GALICIA	2.646	56,79	2.594	59,06	2.584	61,61	2.514	61,12
MADRID	8.527	183,02	8.155	185,68	7.755	184,91	7.592	184,59
MURCIA	2.984	64,05	2.570	58,52	2.557	60,97	2.475	60,18
NAVARRA	6.786	145,65	6.442	146,68	6.413	152,91	6.244	151,81
PAÍS VASCO	7.291	156,49	7.040	160,29	6.670	159,04	6.597	160,39
RIOJA (LA)	5.822	124,96	5.102	116,17	5.035	120,05	4.974	120,93
CEUTA	293	6,29	834	18,99	769	18,34	743	18,06
MELILLA	-1.533	-32,90	-860	-19,58	-786	-18,74	-758	-18,43
ESPAÑA	4.659	100,00	4.392	100,00	4.194	100,00	4.113	100,00

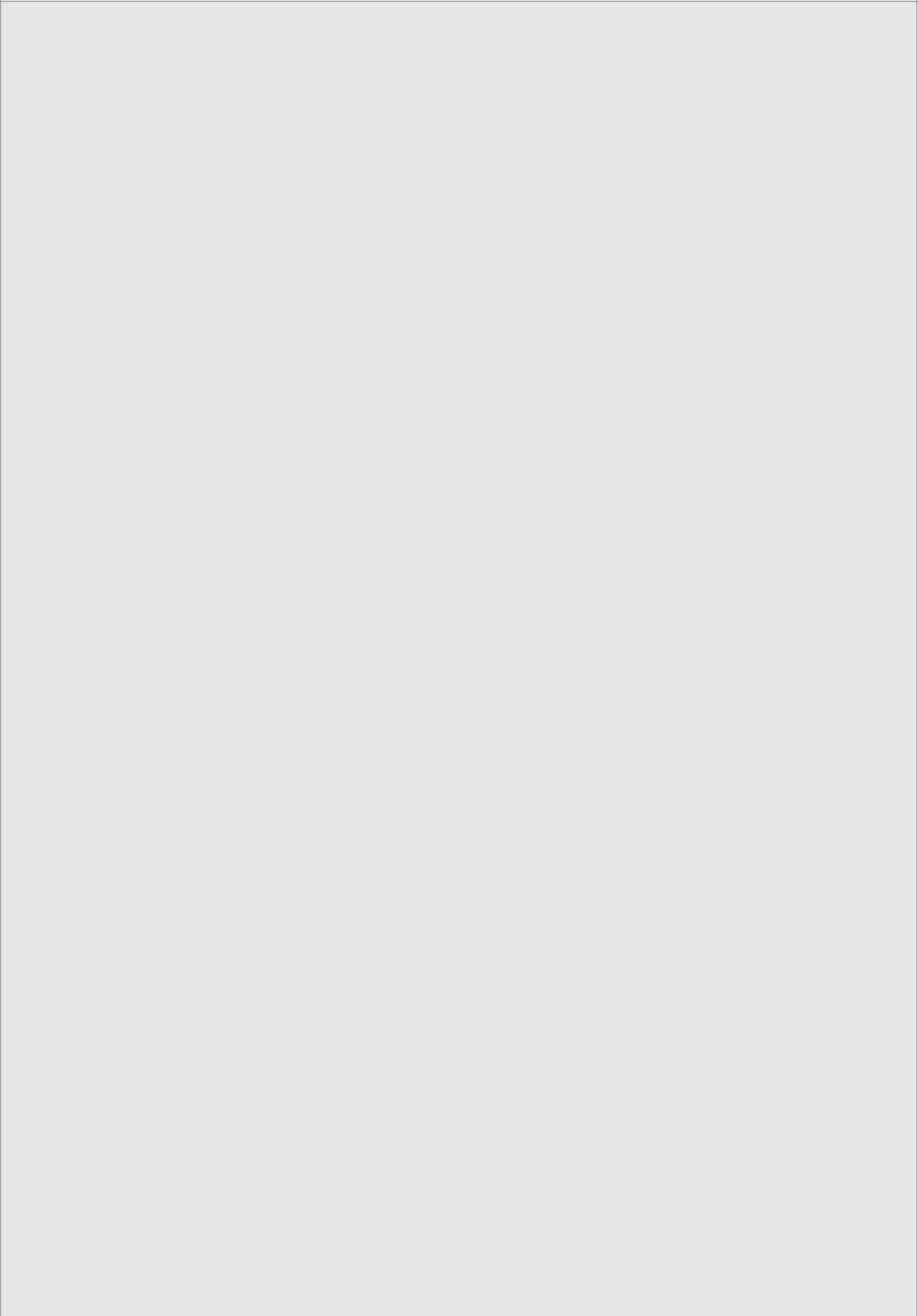
Fuente: Elaboración Funcas con tablas 1 y 3.

TABLA 9

**AHORRO FAMILIAR BRUTO POR HABITANTE
(EN EUROS)**

	2008	<i>Índice medio España=100</i>	2009	<i>Índice medio España=100</i>	2010	<i>Índice medio España=100</i>	2011	<i>Índice medio España=100</i>
ANDALUCÍA	1.713	80,27	2.378	86,07	1.630	82,83	1.359	82,66
ARAGÓN	2.227	104,36	2.752	99,60	2.051	104,22	1.724	104,87
ASTURIAS	2.052	96,16	3.015	109,12	2.118	107,62	1.813	110,28
BALEARES (ISLAS)	2.399	112,42	3.294	119,22	2.342	119,00	1.895	115,27
CANARIAS	2.121	99,39	2.641	95,58	1.889	95,99	1.562	95,01
CANTABRIA	1.984	92,97	2.745	99,35	1.926	97,87	1.587	96,53
CASTILLA-LA MANCHA	2.078	97,38	2.535	91,75	1.880	95,53	1.576	95,86
CASTILLA Y LEÓN	2.603	121,98	3.235	117,08	2.435	123,73	2.037	123,91
CATALUÑA	2.249	105,39	2.795	101,16	1.871	95,07	1.567	95,32
C. VALENCIANA	2.149	100,70	2.660	96,27	2.037	103,51	1.699	103,35
EXTREMADURA	2.145	100,52	2.642	95,62	1.927	97,92	1.660	100,97
GALICIA	1.848	86,60	2.217	80,24	1.723	87,55	1.444	87,83
MADRID	2.200	103,09	3.152	114,08	2.119	107,67	1.768	107,54
MURCIA	1.707	79,99	2.185	79,08	1.614	82,01	1.335	81,20
NAVARRA	2.934	137,49	3.806	137,75	2.731	138,77	2.253	137,04
PAÍS VASCO	2.721	127,51	3.181	115,13	2.400	121,95	2.021	122,93
RIOJA (LA)	3.039	142,41	3.932	142,31	2.996	152,24	2.547	154,93
CEUTA	3.562	166,92	4.895	177,16	3.607	183,28	3.070	186,74
MELILLA	3.581	167,81	4.507	163,12	3.440	174,80	2.929	178,16
ESPAÑA	2.134	100,00	2.763	100,00	1.968	100,00	1.644	100,00

Fuente: Elaboración Funcas con tablas 2 y 3.



El ahorro financiero familiar en España: el deterioro continúa

Dirección de Estudios Financieros de Funcas

1 Introducción

La situación financiera de los hogares españoles constituye un elemento de referencia en la crisis por la que atraviesa la economía española, en la medida en que uno de los principales problemas a los que ésta se deberá enfrentar en los próximos años es la reducción del considerable apalancamiento acumulado antes de la crisis. En este contexto, el ahorro financiero ha adquirido en la actualidad un papel excepcionalmente relevante de cara a afrontar y resolver los grandes retos de la economía española: endeudamiento, financiación, competitividad y crecimiento. Sin embargo, el ahorro financiero familiar parece seguir un comportamiento errático en la medida en que al principio de la crisis se observaron incrementos en las tasas de ahorro asociados a razones de precaución, mientras que desde 2009 se observa una paulatina reducción del mismo. La prolongada recesión económica ha obligado a derivar parte del ahorro acumulado hacia necesidades de consumo y apoyo familiar. Asimismo, la depreciación de un amplio conjunto de activos financieros, cuya rentabilidad está ligada al comportamiento de los mercados de valores, también ha afectado negativamente tanto a los flujos de ahorro como a la riqueza financiera acumulada.

En este artículo se presta atención a la evolución del ahorro y la riqueza financiera de las economías domésticas españolas en los últimos años, al tiempo que se ofrecen las principales previsiones para el cierre de 2012. En este sentido, es preciso señalar que la mayor parte de previsiones oficiales y privadas apuntaban a 2012 como el año en que el ahorro financiero familiar podría «tocar fondo» para iniciar una senda de recuperación, pero aún es pronto para determinar hasta qué punto será así, dado que hay un amplio conjunto de factores institucionales y

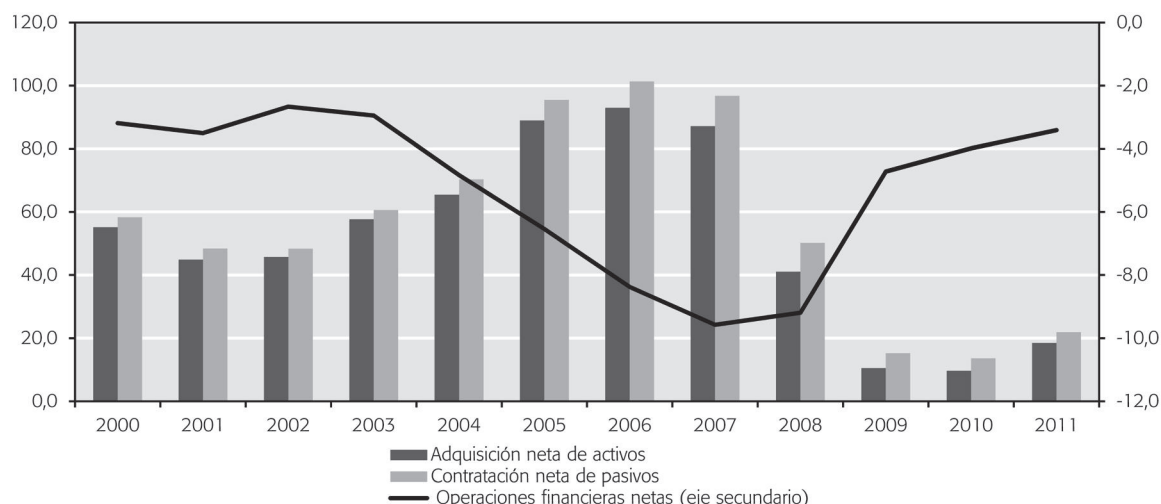
de coyuntura macroeconómica nacional e internacional muy cambiantes que determinarán muy probablemente cambios en las previsiones en los próximos meses.

Siguiendo a esta introducción, el artículo se estructura en cuatro apartados. El segundo analiza la participación del sector hogares en el ahorro financiero neto de la economía en comparación con otros sectores institucionales. En el tercer apartado se estudia la evolución de los activos y pasivos financieros, atendiendo de manera específica a los *stocks* de riqueza y endeudamiento financieros. Seguidamente, en el cuarto apartado se analiza la dinámica de los flujos de ahorro financiero de las familias españolas, prestando especial atención a los datos más recientes para 2012. Finalmente, el quinto apartado presenta las principales conclusiones del artículo.

2. El ahorro financiero de las familias: contribución al ahorro financiero del conjunto de la economía

Con objeto de ofrecer al lector los cambios más actuales en la situación de los hogares españoles y su relación con los mercados financieros, los datos suministrados abarcan el período 2000-2011, incluyendo asimismo las previsiones de FUNCAS para 2012. La información aportada por los distintos indicadores de ahorro financiero en este apartado permite evaluar las perspectivas ante el actual entorno de recesión, y poner en perspectiva la posición de los hogares en relación al conjunto de la economía española.

Gráfico 1

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS PARA LA ECONOMÍA NACIONAL (2000-2012P)
(EN PORCENTAJE SOBRE EL PIB)

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

Entre 2010 y 2011 la variación de activos financieros de la economía nacional experimentó un considerable incremento cercano al 95% (pasando de los 101.503 millones de euros en 2010 a los 196.483 millones de euros en 2011). Por el lado de los pasivos financieros, estos registraron también un incremento significativo de en torno al 63%, aumentando desde los 142.821 millones de euros registrados en 2010 a los 232.709 millones de euros correspondientes a 2011. Así, el saldo alcanzado por el ahorro financiero neto de la economía nacional, definido como «operaciones financieras netas» (diferencia entre la adquisición neta de activos financieros y la contratación neta de pasivos financieros) en 2011 fue de -36.226 millones de euros.

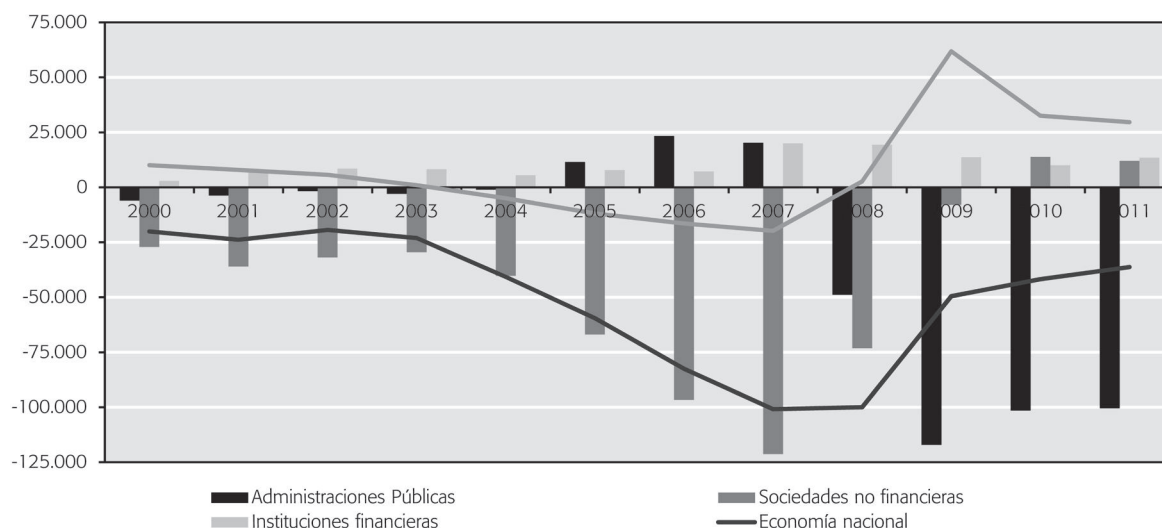
El gráfico 1 permite realizar un análisis detallado de la evolución de los flujos de activos y pasivos financieros de la economía española, ofreciendo el porcentaje de operaciones financieras netas para el total de la economía española sobre el PIB. En 2011, el ahorro financiero neto del conjunto de la economía sobre el PIB se situó en el -3,4%, ralentizando la tendencia registrada desde el mínimo histórico del -9,6% sobre el PIB en 2007.

Con el fin de delimitar el papel de los hogares en relación a los flujos del conjunto de la economía nacional, el gráfico 2 toma como referencia la corriente de activos y pasivos financieros de las familias españolas e ilustra la participación de los diferentes sectores de la economía.

Destaca, en primer lugar, la posición financiera de las administraciones públicas. Tras un aumento de los desequilibrios presupuestarios evidenciados en los primeros años de la crisis, el sector de las administraciones públicas en su conjunto ha pasado de un saldo de su cuenta financiera positivo en 2007 (20.246 millones de euros) a otro considerablemente negativo en 2009 (-117.097 millones de euros). Desde entonces, las administraciones públicas han ido revirtiendo ligeramente su posición mediante el proceso de consolidación fiscal y las medidas de austeridad implementadas, lo que se ha traducido en una mejora de aproximadamente un 14% en su saldo financiero acumulado entre 2009 y 2011, alcanzando en este último año los -100.440 millones de euros.

Por otro lado, los flujos de ahorro financiero neto de las instituciones financieras en 2011 registraron 13.479 millones de euros, lo cual supuso un incremento del 33,5% respecto a 2010, año en el que los flujos financieros del sector ascendieron a 10.094 millones de euros. Adentrándonos en el análisis del sector privado, las sociedades no financieras alcanzaron un saldo positivo en términos de ahorro financiero de 12.062 millones de euros en 2011, lo que supuso una mejora considerable respecto a 2007, año en el que esta posición financiera neta presentó un saldo negativo de -121.240 millones de euros. Esta situación refleja una cierta mejora en la intensidad del proceso de desapalancamiento empresarial.

Gráfico 2

PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA NACIONAL (2000-2012P) (MILLONES DE EUROS)


Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

En lo que respecta a las operaciones financieras netas de los hogares en 2011, se observa que estas mantuvieron niveles similares a los experimentados en 2010, prolongando la tendencia a la baja iniciada en 2009. En 2011, el ahorro financiero de las familias españolas alcanzó un saldo positivo de 29.653 millones de euros, lo que supuso una disminución de más del 50% en relación al máximo registrado en 2009 (61.800 millones de euros). Si bien la coyuntura económica y las expectativas de renta explicarán en gran medida la dinámica del ahorro financiero a medio plazo, la relativa revalorización reciente de los activos financieros y la coyuntura ligeramente más favorable en 2011, podrían haber conducido a la disminución de las necesidades de ahorro por motivo de precaución, al tiempo que las políticas fiscales de austeridad habrían también condicionado a la baja el comportamiento de las familias en términos de ahorro financiero.

Con objeto de analizar con más detalle la evolución del ahorro financiero del sector hogares, el cuadro 1 ilustra la contención del ahorro de los hogares españoles en el último año. La tasa de ahorro financiero de los hogares españoles ha experimentado algunos cambios de tendencia durante los años de crisis. Entre 2007 y 2009, las operaciones financieras netas de las familias sobre el PIB experimentaron un incremento significativo, desde el -1,9% hasta el 5,9% del PIB, respectivamente.

Los acontecimientos ocurridos a lo largo de los dos años que siguieron al estallido de la crisis han marcado el comportamiento financiero de los hogares españoles en términos de ahorro, evidenciando un vuelo a la seguridad (*flight to safety*). Desde entonces, sin embargo, la necesidad de destinar parte del ahorro a actividades de consumo –debido principalmente a los elevados niveles

Cuadro 1

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH (2000-2012P) (EN PORCENTAJE DEL PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)
Adquisición neta de activos	9,0	7,1	8,3	8,9	9,5	10,3	11,0	7,2	2,4	4,6	3,0	1,9	1,2
Adquisición neta de pasivos	7,4	5,9	7,5	8,7	10,1	11,6	12,6	9,1	2,1	-1,3	-0,1	-0,9	-0,8
Operaciones financieras netas	1,6	1,2	0,8	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	5,9	3,1	2,8	2,0

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

de desempleo y a las políticas de austeridad— ha reducido esta tasa hasta el 2,8% en 2011.

La moderación en el ahorro de las familias españolas ha venido reflejada principalmente por una menor inversión financiera. Las adquisiciones netas de activos financieros se situaron en el 1,9% del PIB en 2011, frente al 3% de 2010. Por su parte, las contrataciones netas de pasivos financieros experimentaron una reducción también significativa, moviéndose del -0,1% del PIB en 2010 al -0,9% del PIB en 2011.

En cualquier caso, teniendo en cuenta la mayor incertidumbre provocada por la crisis de la deuda soberana y la necesidad del sector hogares de reducir su endeudamiento, no resultaría del todo razonable prever que esta disminución de la tasa de ahorro sea sostenida en el tiempo. En este sentido, las previsiones de FUNCAS para 2012 apuntan a una tasa de ahorro de los hogares sobre el PIB del 2%.

3. Evolución reciente del ahorro financiero del sector hogares

Este apartado ofrece los datos más actuales relacionados con el ahorro financiero de los hogares españoles, tomando como referencia el enlace entre el balance financiero de las familias al inicio y al final de diferentes periodos. Mediante este enlace resulta posible establecer las variaciones en las magnitudes *stock* del balance financiero de las economías domésticas definidas por los cambios de valor en los distintos flujos.

El cuadro 2A ofrece el enlace entre el balance financiero de las familias al inicio y al final de 2011. Las operaciones financieras netas realizadas en 2011 aumentaron un 3%, siendo el flujo de 20.052 millones de euros, mientras que los cambios en el valor de mercado de los activos financieros representados por la partida de «revalorización» supusieron unas pérdidas de valor para los activos financieros de los hogares por importe de -78.013 millones de euros, asociadas a la volatilidad de los mercados durante 2011.

Un análisis más pormenorizado por tipos de activos permite observar que la partida «efectivo y depósitos» mantuvo desde el inicio y hasta el final de 2011 un peso relativo que explicó aproximadamente el 50% del total de las operaciones financieras, reconfirmando las preferencias por el «vuelo hacia la seguridad» de las familias ante la inestabilidad en los mercados financieros. En todo caso, la partida de «efectivo y depósitos» registró una ligera disminución de en torno al 0,2%, pasando de 856.591 millones de euros al inicio de 2011, a 855.019 millones de euros al final del año. Siguiendo también una tendencia relativamente estable, se encuentran las «reservas técnicas de seguro» que presentaron también un leve ascenso a lo largo de 2011, de aproximadamente un 0,3%, alcanzando los 270.374 millones de euros a finales de 2011.

Por su parte, la partida integrada por «acciones y otras participaciones» ha registrado una considerable reducción en su posición, pasando de los 543.643 millones de euros a principios de 2011 a 468.762 millones de euros a finales de 2011. Esto ha supuesto una caída cercana al 8,3%,

Cuadro 2A

ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DE 2011 (MILLONES DE EUROS)

	Balance financiero al inicio del periodo	Cuentas de operaciones financieras	Cuenta de otras variaciones de activos financieros y de pasivos			Balance financiero al final del periodo
			Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	
TOTAL INSTRUMENTOS	1.777.117	20.052	-78.013	-78.013	-	1.719.156
Efectivo y depósitos	856.591	-1.572	-	-	-	855.019
Valores distintos de acciones	45.614	15.863	-1.486	-1.486	-	59.991
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	543.643	-1.452	-73.429	-73.429	-	468.762
Reservas técnicas de seguro	269.533	3.939	-3.098	-3.098	-	270.374
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	61.736	3.274	-	-	-	65.010

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

manifestando nuevamente las expectativas poco optimistas de las familias sobre la evolución de la economía y, más concretamente, sobre la proyección de los mercados.

Destaca, finalmente, el incremento percibido en la partida «valores distintos de acciones» a lo largo de 2011, manifestado principalmente por las inversiones en renta fija, con una cierta transferencia de los depósitos a algunos de estos activos. La posición global de los valores distintos

y depósitos» continuó disminuyendo, registrando, eso sí, una disminución más acusada, de alrededor del 1% en ese trimestre. El mismo patrón del año anterior se observa en el caso de la partida «reservas técnicas de seguro» que evidenció también un ascenso cercano al 1,2%. Se siguió observando, además, un aumento de los flujos hacia «valores distintos de acciones», con un incremento del 3,3%. Por su parte, la partida compuesta por «acciones y otras participaciones» registró nue-

Cuadro 2B

ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2012 (MILLONES DE EUROS)

	<i>Balance financiero al inicio del periodo</i>	<i>Cuentas de operaciones financieras</i>	<i>Cuenta de otras variaciones de activos financieros y de pasivos</i>			<i>Balance financiero al final del periodo</i>
			Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	
TOTAL INSTRUMENTOS	1.719.156	-4.370	-11.772	-11.772	-	1.703.014
Efectivo y depósitos	855.019	-8.858	-	-	-	846.161
Valores distintos de acciones	59.991	274	1.742	1.742	-	62.007
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	468.761	1.196	-15.354	-15.354	-	454.603
Reservas técnicas de seguro	270.374	1.312	1.841	1.841	-	273.527
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	65.011	1.706	-1	-1	-	66.716

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

de acciones ha experimentado un aumento significativo del 31,5%, pasando de 45.614 millones de euros al inicio de 2011 a 59.991 millones de euros al final de ese año.

El cuadro 2B muestra la evolución entre el balance financiero de las familias al inicio y al final del primer trimestre de 2012. La información permite analizar la situación más actual relacionada con el ahorro financiero del sector hogares. A lo largo del primer trimestre de 2012 se registró una tendencia a la baja similar a la evidenciada en 2011 en la posición ahorradora de las familias españolas. Los flujos de activos se redujeron aproximadamente un 1%, pasando de los 1,72 billones de euros a finales de 2011 a los 1,70 billones de euros a finales del primer trimestre de 2012.

La composición de todos los flujos mantuvo una tendencia semejante a la registrada en 2011, aunque se observa una acentuación en las variaciones experimentadas por algunas partidas. En particular el «efectivo

vamente una variación negativa, esta vez algo menos significativa, de en torno a un 3%.

4. Los activos y pasivos financieros de los hogares españoles: los efectos de la crisis financiera

En esta sección se analizan la evolución y la situación actual de la riqueza financiera de las familias españolas, al tiempo que se repasan de forma detallada las tendencias recientemente experimentadas en la composición del balance financiero del sector hogares.

Según los datos proporcionados por el Banco de España, la riqueza financiera neta de las familias españolas, definida como la diferencia entre los activos financieros que poseen y los pasivos que tienen concedidos, registró un aumento cercano al 4,6% en 2011 respecto al

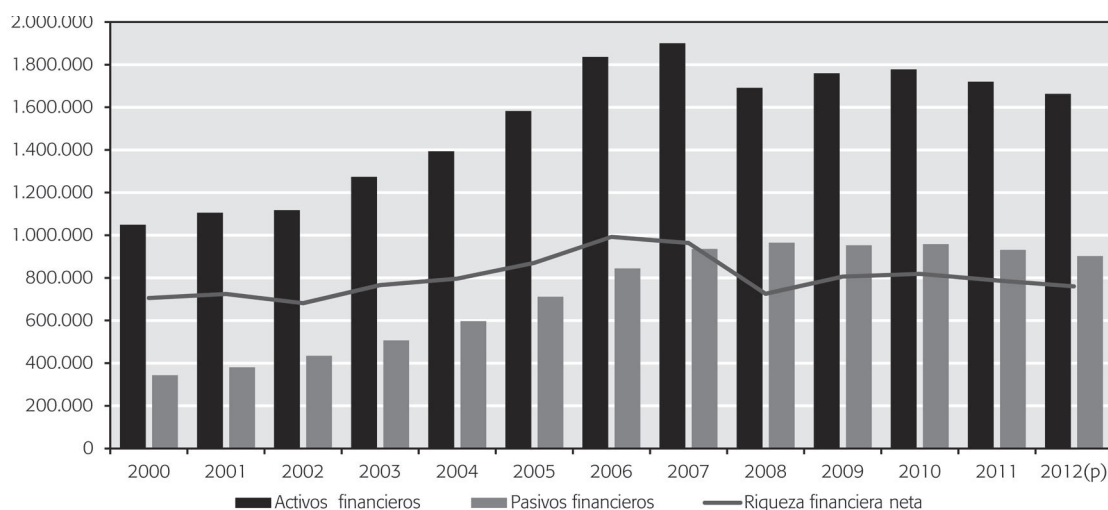
año inmediatamente anterior. Esta información se recoge en el gráfico 3, que ilustra la evolución de la riqueza financiera del sector hogares durante el periodo 2000-2011.

Mientras que el saldo registrado en 2010 reflejó una suma de 789.507 millones de euros, la riqueza financiera neta ascendió a 825.364 millones de euros en 2011.

En suma, si bien las pérdidas de valor experimentadas por parte de algunos activos financieros han podido frenar hasta cierto punto la recomposición de la riqueza, en lo que respecta a 2011, el incremento registrado por el lado de los activos junto a la disminución evidenciada por los pasivos financieros, han mejorado el patrimonio financiero neto de los hogares.

Gráfico 3

RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (2000-2012P) (MILLONES DE EUROS)



Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

Estos datos reflejan una relativa mejora de la riqueza financiera neta de los hogares españoles en el último año, que parece ir recuperando lentamente su posición después de haber alcanzado niveles mínimos en 2009 (734.406 millones de euros).

Atendiendo de manera específica a los elementos que definen la riqueza financiera neta, destacan dos particularidades. Por un lado, los activos financieros han mantenido su tendencia ligeramente alcista, experimentada tras el mínimo registrado en 2009. En este sentido, los activos financieros de los hogares españoles se vieron incrementados en aproximadamente un 4,4% entre 2009 y 2011. Por su parte, tras el estallido de la crisis financiera en 2007, los niveles correspondientes a los pasivos financieros no han experimentado variaciones significativas, permaneciendo, más bien, relativamente constantes. Entre 2009 y 2011, los pasivos financieros se han reducido ligeramente en un -1,7%, evidenciando la dilación y complejidad del proceso de desapalancamiento experimentado por el sector de los hogares españoles.

Para el análisis de los activos financieros de las familias, siguiendo la clasificación del Banco de España, se incluyen las siguientes partidas: efectivo y depósitos, valores distintos de acciones a corto y largo plazo, acciones y otras participaciones, fondos de inversión, reservas técnicas de seguro, fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de cobro. El cuadro 2 muestra los cambios en la composición de la cartera de activos y pasivos financieros de los hogares españoles a lo largo del período 2000-2011. Asimismo, se muestra el porcentaje que representan en relación al *stock* total de activos.

Al cierre de 2011, los activos financieros totales de las familias españolas registraron una caída del 3,3% en relación al volumen correspondiente al año inmediatamente anterior. Por partidas, los datos proporcionados por el Banco de España muestran que la inversión financiera de los hogares españoles en «acciones y otras participaciones» ha experimentado una reducción del 15,6%, desde 426.118 millones de euros en 2010 hasta 359.474 millones de euros hacia finales de 2011.

Cuadro 3

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (2000-2012P) (DATOS STOCK A 31 DE DICIEMBRE) (MILLONES DE EUROS)

	Effectivo y depósitos	Valores a corto plazo distintos de acciones	Valores a largo plazo distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otras participaciones excepto fondos de inversión	Fondos de inversión	Reservas técnicas de seguro excepto fondos de pensiones	Reservas de fondos de pensiones	Otras cuentas pendientes de cobro	TOTAL ACTIVOS	Préstamos	Otras cuentas pendientes de pago	TOTAL PASIVOS
2000	416.932	2.698	23.877	-	279.635	143.777	84.554	61.146	36.161	1.048.779	291.300	52.288	343.588
%	39,75	0,26	2,28	-	26,66	13,71	8,06	5,83	3,45	100,00	84,78	15,22	100,00
2001	445.858	2.640	22.372	-	297.846	141.720	95.324	65.543	33.632	1.104.935	327.523	52.796	380.319
%	40,35	0,24	2,02	-	26,96	12,83	8,63	5,93	3,04	100,00	86,12	13,88	100,00
2002	472.395	2.140	26.105	-	268.920	133.928	106.368	68.755	38.250	1.116.862	379.769	55.265	435.034
%	42,30	0,19	2,34	-	24,08	11,99	9,52	6,16	3,42	100,00	87,30	12,70	100,00
2003	498.510	2.701	34.944	-	348.662	155.982	114.300	77.213	40.766	1.273.079	451.147	56.029	507.176
%	39,16	0,21	2,74	-	27,39	12,25	8,98	6,07	3,20	100,00	88,95	11,05	100,00
2004	540.517	2.108	29.213	-	393.337	172.645	123.150	85.794	46.249	1.393.014	541.906	54.982	596.888
%	38,80	0,15	2,10	-	28,24	12,39	8,84	6,16	3,32	100,00	90,79	9,21	100,00
2005	590.505	2.428	31.357	-	479.441	196.388	133.582	96.433	52.386	1.582.520	653.485	58.407	711.892
%	37,31	0,15	1,98	-	30,30	12,41	8,44	6,09	3,31	100,00	91,80	8,20	100,00
2006	669.904	3.948	43.869	-	599.238	205.655	142.314	108.552	62.397	1.835.877	780.745	63.456	844.201
%	36,49	0,22	2,39	-	32,64	11,20	7,75	5,91	3,40	100,00	92,48	7,52	100,00
2007	728.539	8.454	40.744	-	603.689	195.564	146.806	111.357	65.113	1.900.265	876.630	59.662	936.292
%	38,34	0,44	2,14	-	31,77	10,29	7,73	5,86	3,43	100,00	93,63	6,37	100,00
2008	803.409	7.054	30.093	-	395.153	142.625	151.095	103.255	57.916	1.690.600	913.385	51.840	965.224
%	47,52	0,42	1,78	-	23,37	8,44	8,94	6,11	3,43	100,00	94,63	5,37	100,00
2009	831.512	2.726	40.552	-	423.614	140.363	159.200	109.250	52.018	1.759.236	905.478	47.698	953.176
%	47,27	0,15	2,31	-	24,08	7,98	9,05	6,21	2,96	100,00	95,00	5,00	100,00
2010	856.591	2.622	42.992	-	426.118	117.524	158.949	110.584	61.736	1.777.117	900.687	57.863	958.550
%	48,20	0,15	2,42	-	23,98	6,61	8,94	6,22	3,47	100,00	93,96	6,04	100,00
2011	855.019	12.780	47.211	-	359.474	109.287	163.612	106.762	65.011	1.719.156	874.093	57.185	931.278
%	49,73	0,74	2,75	-	20,91	6,36	9,52	6,21	3,78	100,00	93,86	6,14	100,00
2012(p)	835.210	14.017	49.776	-	332.858	96.527	161.260	100.874	71.817	1.662.339	846.001	56.215	902.216
%	50,24	0,84	2,99	-	20,02	5,81	9,70	6,07	4,32	100,00	93,77	6,23	100,00

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

Por su parte, tras haber registrado un período de aumento sostenido, la partida «efectivo y depósitos» ha experimentado un ligero cambio de tendencia siguiendo una pauta decreciente en 2011. En concreto, se ha movido de 856.591 millones de euros en 2010 a 855.019 millones de euros en 2011, lo que supone una reducción del 0,2%.

La partida «valores a largo plazo distintos de acciones» incrementó su participación, pasando de 42.992 millones de euros en 2010 a 47.211 millones de euros en 2011, suponiendo un incremento porcentual del 10%. En cuanto a la partida «valores a corto plazo distintos de acciones» se ha visto prácticamente quintuplicada entre 2010 y 2011, a pesar de que sigue siendo escasamente representativa respecto al total del patrimonio financiero familiar. En términos absolutos, ha pasado de los 2.622 millones de euros en 2010 a los 12.780 millones en 2011. Destaca asimismo el incremento de las «reservas técnicas de seguro», que pasan de 158.949 millones de euros en 2010 a 163.612 millones en 2011 y refuerzan su posición en relación al total de activos (un 9,52% en 2011 frente al 8,94% de 2010).

Por el contrario, aunque ha mantenido su peso relativo en el balance, resulta llamativa la disminución de 3.822 millones de euros registrada por la partida «reservas de fondos de pensiones» entre 2010 y 2011, rompiendo una tendencia al alza acumulada durante más de dos décadas en este tipo de ahorro-previsión. Asimismo, la partida conformada por «fondos de inversión» experimentó también una caída significativa del 8,2%, pasando de 117.524 a 109.287 millones de euros entre 2010 y 2011.

En lo que respecta a los pasivos financieros, estos incluyen préstamos (a corto y a largo plazo) y otras cuentas pendientes de pago (créditos comerciales y anticipos). El total de pasivos financieros registrado para 2011 alcanzó los 931.278 millones de euros, suponiendo una disminución del 2,8% por debajo de los 958.550 millones de euros correspondientes a 2010.

En el apartado del pasivo destaca una reducción aproximada del 2,9% de la partida compuesta por «préstamos» (a corto y largo plazo), que pasan de los 900.687 millones de euros en 2010 a los 874.093 millones de 2011, hecho que ilustra las contracciones crediticias experimentadas en la actualidad por las economías domésticas tanto por el lado de la oferta –con una política de concesión de créditos austera– como por el lado de una demanda retraída por el desempleo y las pobres expectativas de renta. Asimismo, la partida «préstamos» ha cedido en 2011 su peso relativo en relación al total de

pasivos financieros correspondiente a 2010. De manera coherente con la posición cíclica de la economía, el notable deterioro del mercado de trabajo y la reducción de la riqueza, la actividad de préstamos registró caídas –tanto para la compra de vivienda como para consumo– que se fueron intensificando a lo largo de 2011.

Por su parte, en 2011 la partida compuesta por «otras cuentas pendientes de pago» ha evidenciado niveles similares a los del año inmediatamente anterior, reflejando aún obstáculos en el proceso de desapalancamiento. Los créditos comerciales y anticipos alcanzaron un valor de 57.185 millones de euros, lo que supuso un ligero descenso cercano al 1,2% respecto al registro correspondiente a 2010 (57.863 millones de euros). A pesar de dicha reducción, la partida ha ampliado su peso relativo respecto a los pasivos totales aumentando del 6% en 2010 al 6,1% en 2011.

Las previsiones de FUNCAS para 2012 estiman que el total de activos financieros de las familias españolas experimente una reducción del 3,3% desde los 1,72 billones de 2011 hasta 1,66 billones de euros a finales de 2012. Por su parte, la estimación respecto a los pasivos financieros es que estos se reduzcan un 3,1%, continuando la tendencia al desapalancamiento de las economías domésticas españolas, desde los 0,93 billones de euros en 2011 hasta los 0,9 billones de euros en 2012. Si se expresa la riqueza financiera de las familias como diferencia entre el *stock* de activos y el de pasivos, esta riqueza disminuiría desde 0,79 billones de euros en 2011 hasta los 0,76 billones de euros en 2012.

5. Conclusiones

En periodos de contracción económica, la incertidumbre respecto a las expectativas futuras debilita la confianza de los agentes económicos. En el caso particular de los hogares, este menor optimismo se vio traducido entre 2007 y 2009 en un incremento de su tasa de ahorro con objeto de prevenir contingencias futuras. Sin embargo, en los dos últimos años se viene observando una disminución de las tasas de ahorro financiero familiar dada la prolongación de la recesión económica y la tendencia de los hogares a cubrir las necesidades de consumo en un contexto de crecimiento del desempleo y de elevada incertidumbre. Del artículo se destacan las siguientes conclusiones:

La tasa de ahorro financiero de las economías domésticas fue del 2,8% en 2011 y se estima que en 2012 se reducirá hasta el 2%.

Entre el conjunto de activos financieros en manos de los hogares, el «efectivo y depósitos» es el que cuenta con mayor peso en el balance de los hogares, si bien en 2011 y 2012 se observa una reducción en esta participación explicada, en buena parte, por la transferencia de ahorro hacia otros activos de renta fija.

Las «acciones y otras participaciones» suponen aproximadamente un 21% del balance financiero de los hogares, aunque estos instrumentos han experimentado una considerable disminución, de en torno al 15%, entre 2010 y 2011. Este hecho resulta significativo, considerando

su carácter fundamental como canal de asignación de recursos para el tejido empresarial.

La riqueza financiera en valores absolutos registró un máximo en 2007 (0,96 billones de euros) y, tras haber descendido de manera considerable en 2008 (0,73 billones de euros), experimentó una relativa recuperación hasta 2010 (0,82 billones de euros), debido principalmente a las actividades de inversión en activos financieros, y una caída en 2011 (0,79), que se prevé vuelva a disminuir hasta los 0,76 billones de euros en 2012.

La historia de los remedios al sobreendeudamiento público

Alfonso Carbajo Isla*

Uno de los problemas más graves del mundo actual es el del endeudamiento excesivo, en particular el de los gobiernos o sobreendeudamiento (*debt overhang*, en inglés), y es natural que la reunión anual del Fondo Monetario Internacional (FMI), celebrada en octubre de 2012 en Tokio haya dedicado a ese problema una atención especial. La situación es especial en el sentido de que el sobreendeudamiento del sector público, con el riesgo consiguiente de bancarrota, aunque constituye un rasgo normal de muchas economías en desarrollo, era un fenómeno raro en los países avanzados, salvo en circunstancias excepcionales, como conflictos bélicos.

Los altos niveles de deuda pública que experimentan algunas de las mayores economías del mundo representan una amenaza para la estabilidad de la economía monetaria internacional, que el FMI está encargado de guardar. No solo el sobreendeudamiento público puede traducirse en una crisis fiscal y esta en una crisis de balanza de pagos, con contagio a otros países a través de huidas de capitales y de turbulencias en los tipos de cambio; parece probado que niveles de deuda pública superiores al 80% del PIB tienden a reducir la tasa de crecimiento de la economía hasta un punto porcentual respecto a la senda básica de crecimiento, lo que, a su vez, ralentiza el de la economía mundial y aumenta los riesgos de crisis sistémica.

1. Indicadores de la magnitud del problema

El problema actual de la deuda pública se distingue del de épocas de normalidad, tanto por la extensión

—el número de países afectados— como por la intensidad—los niveles desusadamente altos que la deuda pública alcanza en algunos países—. En el cuadro 1 puede apreciarse la singularidad de la situación actual comparada con la existente en 1979. Se ha elegido 1979 porque es un año equidistante del fin de la Segunda Guerra Mundial y de 2012, pero el resultado no varía sustancialmente de cualquier otro año de paz, como comparación. Los datos de deuda pública corresponden a doce países, nueve de la Unión Económica y Monetaria (UEM) más Reino Unido, Estados Unidos y Japón, y están expresados, para facilitar las comparaciones, en porcentaje de los PIB respectivos. Es obvio que las cifras de 2012 son proyecciones, ya que los datos de deuda pública y de producción del año no estarán disponibles hasta dentro de un año, por lo menos, pero lo más probable es que los definitivos sean todavía peores que los calculados aquí. Por ejemplo, en España la deuda pública podría superar el 90% del PIB, dependiendo de las condiciones de recapitalización de la banca.

Obsérvese que, con los datos de este año, ninguno de los países de la UE incluidos hubiera podido satisfacer, ni de lejos, las condiciones de Maastricht (60% del PIB), sin exceptuar a Alemania. La deuda de USA solo había tocado el 100% del PIB al término de la Segunda Guerra Mundial. En cuanto a Japón, una deuda pública superior al doble del PIB es un caso inédito y que probablemente solo puede ocurrir —sin producir una crisis institucional— en Japón.

El contraste con la situación de 1979 es manifiesto, a pesar de que la economía mundial estaba sufriendo entonces los efectos de la primera crisis del petróleo. El 21% de la deuda de España parece ahora increíble, pero son igualmente bajos los porcentajes de Francia, Grecia, Alemania y Portugal. La deuda de Japón representaba

* Economista y Técnico Comercial del Estado.

Cuadro 1

**DEUDA PÚBLICA DE VARIOS PAISES EN 1979 Y 2012
(EN % SOBRE EL PIB)**

PAÍSES	1979	2012*
Alemania	29	82
Bélgica	101	101
España	15	81
Francia	21	91
Grecia	23	161
Holanda	43	70
Irlanda	68	116
Italia	59	124
Portugal	35	114
Japón	46	234
Reino Unido	53	91
USA	43	107

Nota: * Los datos de 2012 son proyecciones y los de España no incluyen ajustes por recapitalización de la banca.

Fuentes: Eurostat para los países de la Eurozona y Reino Unido; FMI para Japón y USA.

solo el 46% del PIB en 1979 y se mantuvo en niveles moderados hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria en 1989 y la recesión consecuente, con la que los sucesivos gobiernos se enfrentaron con políticas fiscales expansivas y déficit presupuestarios que fueron elevando la deuda pública hasta el nivel record que ostenta hoy. En USA, en cambio, la deuda pública era en 2006 un 36% del PIB, de modo que casi se ha triplicado en solo seis años como consecuencia de la crisis actual y de los estímulos fiscales aplicados en los tres últimos años.

Los datos ilustran la extrema fragilidad de las economías avanzadas a cualquier perturbación que ponga en marcha un crecimiento explosivo de la deuda pública en las más vulnerables, con riesgo de bancarrotas y de pánicos en los mercados de capitales. Y esa perturbación no es una posibilidad remota. Los tipos de interés actuales son extraordinariamente bajos: 1,10% en Japón e inferiores al 2% en USA y Alemania, por ejemplo, lo que contrasta con los niveles históricos: entre 5,5% y 7%. Esto se debe a que el aumento de la incertidumbre asociado a la crisis ha aumentado el atractivo por la deuda pública de los países más seguros como refugio de los ahorros mundiales, hasta tal punto que se puede colocar a tipos de interés muy bajos. Un retorno de los tipos de interés a largo plazo a sus niveles históricos produciría un tsunami en Japón —el déficit aumentaría en doce puntos de PIB— y pondría al borde de la insolvencia a los gobiernos de otros países avanzados.

Además de estas amenazas genéricas a la estabilidad de la economía internacional, en cada bloque económico

se presentan riesgos específicos que requieren medidas urgentes. En Japón, el envejecimiento de una población que disminuye en términos absolutos exige la apertura de la economía a la inmigración, el fomento de mercados competitivos y la consolidación fiscal. En USA, el desacuerdo entre los dos partidos está encaminando la economía hacia un precipicio fiscal (*fiscal cliff*) que puede resultar el año próximo, una recesión profunda o un aumento peligroso del déficit. En la UE, la precariedad fiscal de las economías periféricas y la debilidad de la respuesta institucional de la UEM pueden desembocar, para muchos, en una ruptura del euro que provocaría un caos en la economía mundial.

2. Las explicaciones

Todo el mundo reconoce la gravedad de la situación. En esto hay unanimidad, tanto entre los políticos de países grandes y pequeños como entre los economistas académicos y los hombres de empresa. Las discrepancias surgen al plantearse los remedios apropiados y evaluar las políticas concretas emprendidas en cada país para la vuelta a la normalidad. En líneas generales, hay tres escuelas de pensamiento. Los partidarios de la austeridad como paso necesario para recobrar la confianza de los inversores y recuperar la senda de crecimiento¹. Otros autores sostienen que las políticas de austeridad son suicidas porque su efecto contractivo sobre la economía empeora el déficit que se pretende reducir, y deben ser sustituidas por estímulos fiscales expansivos, sin prestar atención al aumento del déficit, en tanto la economía esté funcionando a un nivel inferior al de pleno empleo². Por último, algunos economistas, como McKinnon o Reinhart, ponen el acento sobre la represión financiera, esto es, los controles de tipos de interés y otros procedimientos

¹ En realidad, la mayoría de los autores de este grupo rechazarían la etiqueta de austeridad, por cuanto, para ellos, más importante que el cuánto de la reducción del déficit es el modo en que se instrumenta — mediante reducciones de gastos en vez de elevaciones de impuestos y eliminando las barreras al crecimiento — y esa distinción es el núcleo central de sus aportaciones. Véase, por ejemplo, Alesina and Perotti: «Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending», un capítulo en J. Brown(ed): *Tax Policy and the Economy*, 2010; R. Barro and C. J. Redlick: «Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes», *Quarterly Journal of Economics*, 2011; M. Feldstein: How to cut the deficit without raising taxes, *Washington Post*, 29/11/2010; J. Taylor: *Getting off Track*, Hoover Institution, 2009, entre otros muchos.

² El representante más caracterizado de esta posición es Krugman. Véase por ejemplo, P. Krugman: *End this Depression Now!*, 2012; para una comparación más detallada del debate austeridad versus estímulo, véase A. Carbaño: «¿Ajuste o Crecimiento?» En *Cuadernos de Información Económica* nº 225, 2011.

para forzar la canalización del ahorro privado hacia la financiación del sector público, como un método expeditivo, si bien poco ortodoxo, de reducir la carga de una deuda pública excesiva, un método que se aplicó con éxito en Estados Unidos y en otros países en los años siguientes a la Segunda Guerra Mundial³.

Las divergencias de opinión se explican, en parte, porque cada investigador pone un énfasis especial en un aspecto diferente del problema, aquel que es más relevante desde la perspectiva del país cuya política económica analiza. Así, se comprende la indiferencia de Krugman respecto a los efectos negativos sobre el déficit y la deuda pública de una política fiscal más agresiva en Estados Unidos que, en su opinión, son un coste que vale la pena soportar a cambio de los beneficios que conllevan en términos de reducción de la tasa de paro, porque el dólar es la moneda de reserva por excelencia y la deuda del Tesoro americano es papel preferido por los bancos centrales de todo el mundo —especialmente el banco Central de China— y por los ahorradores privados. En consecuencia, Estados Unidos podría tal vez permitirse el lujo de aumentar su déficit fiscal durante un par de años, en el curso de una política expansiva, sin que su deuda pública registrase un aumento sensible de rentabilidad. Pero ese margen de maniobra de que disfruta la política económica de Estados Unidos, simplemente no existe, por razones obvias, en otras economías menos afortunadas en la hora actual, como, por ejemplo, Irlanda, Italia o España. En el momento en que se percibiese que uno de estos países iba a emprender una política fiscal expansiva, la reacción de los inversores elevaría de tal modo el coste de la deuda que el gobierno tendría que abortar su política para evitar una suspensión de pagos.

Todos los diagnósticos de la situación actual, por otro lado, corren el riesgo de ser deficientes porque los enfoques y los métodos se han perfilado en una economía occidental que no ha experimentado una crisis financiera de deuda pública durante casi medio siglo. Las lecciones de la historia se han olvidado y es preciso recordarlas para entender el presente. Muchos se han lanzado a estudiar episodios de crisis de deuda del pasado con el fin de iluminar la situación actual, pero la mayoría de estos intentos han sido selectivos, privilegiando unos sucesos sobre otros, lo cual los tiñe de parcialidad. Pero ya hay proyectos sistemáticos.

El FMI ha construido una base de datos muy comprensiva que cubre la ratio de Deuda pública (bruta) respecto

al PIB y otras variables relevantes de casi todos los países miembros de la institución desde 1875 hasta el presente⁴. Como es natural, esta base de datos es utilizada por los economistas del Departamento de Asuntos Fiscales del FMI con múltiples propósitos y con ocasión de las reuniones de la Asamblea del FMI en Tokio han realizado un ejercicio comparativo sobre las experiencias históricas del endeudamiento excesivo en los países avanzados.

3. Los precedentes

Pero el FMI no ha sido el primero en emprender estudios históricos de las vicisitudes del endeudamiento público. El Banco Internacional de Pagos de Basilea, suerte de banco central de los bancos centrales, ha venido realizando estudios sobre los desequilibrios internacionales y el endeudamiento exterior, pero también sobre el endeudamiento público y sus efectos negativos sobre el crecimiento de la economía⁵. La OCDE gestiona una base de datos de las variables relevantes de sus 34 miembros, entre los que están las economías más avanzadas del mundo. Entre las estadísticas disponibles están las relativas a las finanzas públicas, y sobre ellas se han elaborado muchos documentos de trabajo, aunque ninguno se remonta en el tiempo más allá de la constitución de la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE), antecedente de la OCDE en el año 1949.

Muchas de estas iniciativas no son independientes. Tal es el caso de Kenneth Rogoff, una autoridad en problemas de balanza de pagos y relaciones monetarias internacionales que, desde su puesto de Economista Jefe del FMI entre 2001 y 2003, tomó conciencia de la burbuja potencial que se estaba alimentando en Estados Unidos por su déficit por cuenta corriente, financiado puntualmente por los ahorros de China y Japón, constantemente en aumento, decidiendo entonces acumular evidencia sobre episodios históricos de crisis financieras. Los resultados de su esfuerzo se reflejan en una veintena de trabajos, la mayoría en colaboración con Carmen Reinhart, entre los cuales destaca el libro que resume sus investigaciones de cinco años y que ha sido un *best-seller* en Estados Unidos: *Esta vez es Diferente*⁶. La obra es una mina de

⁴ Véase Abbas and Mark Horton: A Historical Public Debt Database, w.p., 10/245, IMF.

⁵ Véase por ejemplo, S.Cecchetti, M. Mohanty, and F. Zampolli: *The Real Effects of Debt*, BIS, septiembre 2011.

⁶ C. Reinhart and K. Rogoff: *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, 2009. Véanse también de los mismos, «The forgotten history of domestic debt», *Economic Journal*, 2011 y «Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800», *Journal of Economic Perspectives*, 2012.

³ Véase, por ejemplo, Carmen Reinhart, Jacob Kirkegaard, and Belén Sbrancia: «Financial Repression Redux», en *Finance & Development*, Vol. 48, 2011.

datos, pues documenta todas las crisis financieras importantes de las que existe constancia, remontándose hasta la Edad Media, distinguiendo las crisis de deuda pública –en moneda nacional y extranjera–, las bancarias y las de balanza de pagos. Como inventario de episodios históricos es imbatible.

Pero el libro es más que eso. Aunque no hay dos episodios de crisis iguales, el cuidadoso análisis comparado de los autores les permite elaborar una anatomía de la génesis de las crisis y un cuadro general de sus consecuencias. Un ingrediente esencial de la génesis es el exceso de confianza y la autocomplacencia, que alimenta la burbuja una vez iniciada. El inicio puede deberse a cualquier conjunto de causas: la entrada de España en el euro la hace más atractiva como destino de inversiones y aumentan los flujos de capitales hacia España; o el dinamismo exportador de las economías del sudeste asiático durante los ochenta y la abundancia de liquidez impulsan a la banca internacional a aumentar sus préstamos a los bancos y las grandes empresas industriales de Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea. Con la entrada de capitales se expande el crédito fácil y en una economía en expansión todas las inversiones parecen rentables. Poco a poco los controles de riesgo se relajan y aumenta la especulación –en España en la vivienda y en Asia, en las absorciones de empresas y en la creación de grandes conglomerados industriales–, pero el capital exterior sigue entrando porque no ha saltado ninguna señal. Paralelamente, con el crédito fácil, suben los precios y los salarios, perdiéndose competitividad frente al exterior, lo cual resulta en un aumento del déficit por cuenta corriente y, por tanto, en un aumento de la entrada de capitales. El ambiente es de euforia porque todo sale bien, y el gobierno no se atreve a pinchar la presunta burbuja con una medida que podría costarle la reelección. Cuando un observador independiente señala que el proceso no puede continuar indefinidamente porque los préstamos hay que devolverlos algún día, los déficit no pueden perpetuarse, y el crédito y los precios de los activos tendrán que estabilizarse, la respuesta es siempre la misma y es la que da título a la obra: esta vez es diferente. Y naturalmente, la burbuja se pincha y estalla la crisis.

En cuanto a las consecuencias de las crisis financieras, a pesar de las diferencias entre éstas, sus efectos en el tiempo presentan rasgos comunes. Puede afirmarse con carácter general que las recesiones asociadas a crisis financieras son más graves y más duraderas que las recesiones ordinarias. Más concretamente, las secuelas de una crisis financiera suelen durar en promedio unos doce años, y en ese período el crecimiento del PIB suele ser un punto porcentual inferior al crecimiento tendencial de la economía. Por último, la deuda pública tiende a aumentar a lo largo

de la crisis en un 80% en términos reales. Esto quiere decir que las perspectivas de la economía española son mediocres.

4. La línea de investigación del FMI

El estudio del FMI⁷ está incorporado como capítulo tercero al *World Economic Outlook* de octubre, lo que le garantiza una amplia difusión. Es seguramente el primero de una serie de trabajos que el FMI realizará sobre el problema del sobreendeudamiento público utilizando la base de datos históricos de que dispone que, para algunos países, se remonta hasta 1875. Su enfoque se distingue del de Reinhart y Rogoff porque se limita a estudiar el sobreendeudamiento público, su posible corrección y sus consecuencias, ignorando las crisis de balanza de pagos y las bancarias. Limitación que aplica también en las unidades de análisis: solo se estudia la deuda pública de los países avanzados. Por último, limitación temporal: el inicio de la muestra está en 1875- recuérdese que Reinhart y Rogoff llegan en algunos casos al siglo XIII-. El FMI ha buscado ganar en precisión lo que pierde en amplitud. La homogeneidad de los datos le permite aplicar técnicas econométricas al problema que no estaban al alcance de Reinhart y Rogoff en su fase de investigación.

Una de las lecciones importantes que resultan de este ejercicio histórico es que a lo largo de los últimos cien años son muchos los países avanzados que han tenido ratios de deuda pública sobre el PIB (D/Y) tan altas o más que las más altas de la actualidad. Las respuestas políticas a estas situaciones de carga excesiva de deuda pública han variado de un caso a otro porque los países eran diferentes y las condiciones externas también. El FMI analiza esas experiencias y deduce las siguientes conclusiones:

1. Para que un país tenga éxito en su intento de reducir su D/Y son necesarios un esfuerzo consistente de consolidación fiscal y una combinación de políticas favorecedoras del crecimiento, incluyendo una política monetaria expansiva y medidas que eliminen las trabas al crecimiento.

2. La consolidación fiscal debe obtenerse mediante reformas permanentes de las finanzas públicas y no a través de medidas transitorias. Esto es, el expediente de establecer durante dos años un impuesto extraordinario

⁷ Titulado *The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Debt Overhangs*.

sobre la riqueza, por ejemplo, no da resultado; y tampoco lo da bajar los salarios de los funcionarios durante un par de años. Dan resultado, en cambio, reformas permanentes que reduzcan las distorsiones del sistema tributario, aumentando su potencial recaudatorio y la eliminación permanente del despilfarro –y esto puede significar la eliminación de programas completos– en los gastos públicos.

3. Hay que reconocer que el proceso de reducción del endeudamiento público es lento y tanto más lento cuanto más desfavorables sean las condiciones del entorno.

Estas conclusiones generales son el resultado de dos tipos de pruebas: de tipo estadístico general y de selección de casos significativos.

En la primera, se empieza por elegir un umbral de endeudamiento público determinado –concretamente, el 100% del PIB, aunque posteriormente se ensayaron también otros–; se determina entonces el primer año en que la deuda de un país supera ese umbral; se sigue entonces la suerte –y las políticas– del país durante los quince años siguientes, comprobando si han sido exitosas o no. Puede decirse que cada año en que un país supera por primera vez la barrera de deuda, digamos del 100% del PIB, marca el inicio de un episodio histórico de sobreendeudamiento.

El FMI justifica la elección arbitraria inicial del importe de deuda del 100% del PIB porque es convencionalmente la ratio a partir de la cual aumenta significativamente el riesgo de una escalada explosiva de la deuda pública y porque a ese nivel empiezan a surgir presiones políticas internas orientadas a su reducción. Lo rele-

vante es que el umbral se predefine y este determina la selección de países y episodios, lo que reduce el riesgo de sesgos subjetivos en el análisis.

Con el criterio de selección fijado por una deuda del 100% del PIB, solo superan el criterio 25 episodios, el 15% de la muestra (cuadro 2), que se identifican por el nombre del país y un número (el del año en que la deuda supera el 100% del PIB). Obsérvese que los episodios de excesivo endeudamiento se agrupan de modo natural en cinco grandes períodos: el último cuarto del siglo XIX; la Primera Guerra Mundial y su secuela; la Gran Depresión; la Segunda Guerra Mundial; y las dos últimas décadas del siglo XX. Nótese también que hay más episodios que países, lo que quiere decir que algunos países sufren a lo largo del período de 125 años más de un episodio de endeudamiento. En este sentido, el país más recalcitrante es Italia, con cuatro episodios de sobreendeudamiento; le sigue Grecia con tres y Canadá, Francia y Holanda con dos. Es dramático el efecto letal de las guerras sobre los países beligerantes, sean vencedores o vencidos.

El FMI hace un seguimiento de cada episodio de deuda –la evolución de la deuda, la combinación de políticas aplicadas, la evolución del contexto internacional– en cada uno de los quince años siguientes a partir del inicio, a fin de determinar los factores que favorecen y los que obstaculizan la solución del problema del sobreendeudamiento. Sin entrar en detalles, el resultado general de la indagación es el esperado, a saber, que el endeudamiento público es muy fácil de aumentar pero muy difícil de reducir.

Para analizar con más profundidad el problema actual del sobreendeudamiento, el estudio se completa

Cuadro 2

ESTADOS CUYA DEUDA PÚBLICA ALCANZÓ O SUPERÓ EL 100% DEL PIB EN EL AÑO INDICADO DENTRO DEL PERÍODO 1875-2000

<i>Fin del XIX</i>	<i>1ª Guerra</i>	<i>Gran Depresión</i>	<i>2ª Guerra</i>	<i>Fin Siglo XX</i>
Italia 1876	Francia 1916	Grecia 1931	Italia 1942	Israel 1977
Francia 1884	Alemania 1918	Holanda 1932	Japón 1942	Bélgica 1983
Nueva Zelanda 1884	R. Unido 1918	Canadá 1932	USA 1946	Irlanda 1986
Holanda 1887	Italia 1919	Bélgica 1940		Italia 1992
Grecia 1888	Bélgica 1921			Grecia 1993
España 1898				Canada 1995
				Japón 1997

Fuente: FMI World Economic Outlook, Octubre, 2012.

con la investigación detallada de seis casos históricos, seleccionados por la riqueza de los datos, la naturaleza de los problemas y, sobre todo, por su relevancia para iluminar la coyuntura histórica actual. Los episodios seleccionados son, por una parte, el del Reino Unido (1918) y el de Estados Unidos (1946), dos casos que tienen en común el origen, que es la financiación del esfuerzo bélico, pero que difieren radicalmente en las combinaciones de medidas de política económica aplicadas y en los resultados obtenidos: rotundo fracaso en el primero y éxito indoloro en el segundo; los otros cuatro episodios están seleccionados entre los que surgen a finales del siglo XX: Bélgica (1983), Italia (1992), Canadá (1995) y Japón (1997), en un contexto histórico contrapuesto al de los dos anteriores, que se caracteriza, frente a la autarquía de las dos postguerras, por la apertura al exterior y la globalización, el crecimiento de la economía mundial y la flexibilidad de los tipos de cambio, frente a la rigidez de las paridades, característica del patrón-oro y del sistema de Bretton Woods.

En conjunto, los seis casos cubren todo el espectro de posibles medidas de política económica y una configuración variada de resultados, y de ahí su valor ejemplar para las cuitas presentes. El Reino Unido emprendió una política agresiva de consolidación fiscal, manteniendo la paridad frente al oro, a pesar de que sus precios y costes se habían doblado durante la guerra. El resultado fue un proceso de deflación que, al elevar el valor real de la deuda, arruinó a los deudores, provocó una contracción de la actividad y el empleo, y terminó empeorando las finanzas del gobierno, en vez de sanearlas. Marcó para Gran Bretaña el comienzo de la Depresión antes de la Gran Depresión.

Para Estados Unidos en 1946, el entorno exterior fue más benigno. Aunque el crecimiento de la etapa de reconstrucción no fue tan fuerte como a partir de los ochenta, la Gran Depresión ya era cosa pasada, y mientras la economía se benefició del estímulo a la inversión que supuso la guerra de Corea, el peso de la deuda se alivió con los brotes de inflación inesperada que se registraron en aquellos años. Además, el Acuerdo entre el Tesoro y la Reserva Federal, en virtud del cual ésta se comprometía a mantener bajos los tipos de interés de la deuda a favor de aquél, junto a otros expedientes de represión financiera, facilitó el proceso de consolidación fiscal y de reducción de la deuda, sin afectar al pleno empleo. Un éxito, pero unas circunstancias de partida difícilmente repetibles.

Bélgica y Canadá son casos parejos de atacar el problema del déficit en profundidad, con medidas comprensivas, de efecto permanente, que tuvieron mucho éxito en el objetivo de reducir la deuda pública, aunque en

Bélgica se produjese una recaída diez años más tarde. En los dos países se acometieron reformas que recortaron el despilfarro en la Administración, y se reformaron en profundidad los sistemas tributarios, con el doble efecto de estimular el crecimiento, al reducir las distorsiones de los impuestos, y aumentar la recaudación fiscal.

En el campo de las políticas de consolidación fiscal, Italia está en el polo opuesto de Bélgica y Canadá. Lo que en éstos fue una programación cuidadosa de medidas favorecedoras del crecimiento y de eliminación de actividades superfluas con carácter permanente, la constante en Italia ha sido la utilización de medidas excepcionales para salir del paso –como los recortes temporales de los salarios de los funcionarios o el establecimiento temporal de impuestos extraordinarios sobre las grandes fortunas– que no han tenido efectos permanentes. Además, las distorsiones del sistema fiscal, con su complicado sistema de transferencias, añadido al poder de los sindicatos y el ordenamiento anticuado del mercado de trabajo, son una barrera adicional al crecimiento. De hecho, la renta per cápita de Italia en 2008, antes de la crisis era inferior a la que había disfrutado antes de entrar en el euro. Una economía muy vulnerable, aunque se ha venido salvando hasta ahora.

El caso de Japón en los últimos quince años es muy parecido al de Gran Bretaña en el período de entreguerras. La deflación intermitente ha empeorado el problema de la deuda y sofocado el crecimiento, favoreciendo la escalada de la ratio deuda/PIB. Para complicar más las cosas, los gobiernos han emprendido programas activos de obras públicas para reanimar la economía –y para favorecer, sobre todo, a los caciques locales–, con el resultado adicional de disparar más la deuda. Siguen pendientes las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento.

Del examen comparativo de las experiencias históricas de corrección del endeudamiento público excesivo, se deducen unas conclusiones que son casi de sentido común. Lo primero es que para que el ejercicio tenga éxito es necesario un esfuerzo de consolidación fiscal intenso y continuado, que debe centrarse en reformas permanentes y no en expedientes coyunturales, preferiblemente por el lado del gasto. La reducción permanente de los gastos debe resultar de la poda racional de todos los programas públicos innecesarios y de la introducción de un sistema de incentivos que promueva la eficiencia en la Administración. Al mismo tiempo, se debe huir de impuestos extraordinarios, concentrándose en la reforma profunda del sistema tributario para hacerlo más eficiente y transparente, con bases impositivas más amplias y –gracias a la eliminación de excepciones, bonificaciones y gastos fiscales– tipos tributarios más bajos.

La consolidación fiscal debe ir acompañada de una combinación de medidas favorables a la expansión a corto plazo y al fomento del crecimiento potencial a largo plazo. En primer lugar, una política monetaria expansiva –como en USA en los cincuenta– que neutralice el impacto necesariamente contractivo de la consolidación fiscal. Como los

estados periféricos de la UEM no podemos instrumentar una política monetaria independiente, así nos ha ido. En segundo lugar, todas las reformas necesarias del marco normativo de los mercados de factores y de productos, de modo que se favorezca la competencia, la innovación y la productividad.

Informes de los organismos económicos internacionales

Resumen de la redacción de Cuadernos

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

Este número ofrece las *Perspectivas de la economía mundial: el proceso de recuperación se debilita*, del Fondo Monetario Internacional.

1) *Perspectivas de la economía mundial: el proceso de recuperación se debilita*, del Fondo Monetario Internacional

El Fondo revisa a la baja las perspectivas de crecimiento, ante mayores riesgos para la economía mundial: 3,3 y 3,6% para los años 2012 y 2013. Varios factores influyen en este empeoramiento de las perspectivas. Entre ellos, hay que destacar la acentuada vulnerabilidad de los países periféricos de la Eurozona y una peor evolución de Estados Unidos.

El caso de las economías más endeblas de la Eurozona viene determinado por las dificultades de financiación de la deuda soberana por el aumento de la prima de riesgo y el efecto multiplicador negativo de los programas de ajuste fiscal. La huida de capital hacia activos seguros es la causa del incremento del coste de financiación, lo que supone una traba insalvable para estos países.

Estados Unidos y Japón también han de afrontar los efectos perniciosos de sus necesarios programas de ajuste fiscal. El ritmo de ajuste será clave para su estabilidad económica.

Por otro lado, la gran recesión no ha eliminado los enormes desequilibrios externos mundiales. Algunos países como Alemania, Holanda y determinados países asiáticos siguen mostrando fuertes superávits en contraposición a Estados Unidos y otros países europeos. El Fondo recuerda además que el exceso de acumulación de reservas internacionales de algunos países puede conllevar un foco de incertidumbre.

Pérdida de fortaleza del proceso de recuperación

El crecimiento se resiente en la mayor parte de las economías, aunque por distintos motivos.

Así, España e Italia no consiguen salir del círculo vicioso que une deuda soberana y la estabilidad financiera, siendo la Unión Europea clave en este proceso. Por ejemplo, España está implementando un programa en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilidad con el objetivo de reestructurar su sistema bancario con la ayuda de cien millardos de euros. De hecho, la Comisión apuesta por la creación de un mecanismo de supervisión bancaria único, capaz de romper el círculo vicioso, incluso mediante la compra directa de acciones de bancos. Incluso el BCE ha anunciado la posibilidad de que el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Fondo de Estabilidad Financiera compren deuda soberana para reducir las presiones al alza sobre las primas de riesgo en el corto plazo.

En Estados Unidos la recuperación se ha desacelerado, con revisiones a la baja respecto a las perspectivas de abril. La razón principal ha sido la debilidad del consumo y el empleo, si bien hay signos de mejora en el mercado inmobiliario, que parece estabilizarse, y el crédito privado mantiene una senda expansiva a pesar de la inestabilidad proveniente de los bancos europeos.

En los países emergentes, la demanda interna pierde empuje. Muchos países han comenzado a implantar políticas más restrictivas para afrontar el posible deterioro de los balances de las entidades crediticias, la menor demanda de las economías avanzadas o la sobreutilización de la capacidad instalada. Así, el menor crecimiento de China es debido a una política crediticia más estricta, una inversión pública moderada y, evidentemente, una menor demanda externa. En el caso de la India, algunos condicionantes de la pérdida de fortaleza del crecimiento son la menor confianza empresarial, la lentitud en la implantación de reformas estructurales necesarias y una política monetaria más estricta frente al auge de la inflación. En Brasil, la causante ha sido el incremento de los tipos de referencia de la política monetaria, que intenta contrarrestar el incremento de la inflación y controlar el crecimiento crediticio.

Otros países afectados por la evolución negativa de la Eurozona son las economías emergentes europeas, que parecían recuperarse de la crisis crediticia pero han vuelto a ser golpeadas por la reducción de las exportaciones.

El panorama a corto plazo no es esperanzador, si bien el Fondo prevé una ligera aceleración, provocada por un mayor nivel de confianza tanto en Europa como en Estados Unidos, y siempre y cuando se mantenga una política monetaria laxa y mejoren las condiciones financieras.

Los procesos de desapalancamiento continúan tanto para los hogares como para las empresas, y las entidades de crédito también mejoran la situación de sus balances. Se prevé que, ante la reducción del nivel de endeudamiento, el consumo de bienes duraderos se recupere paulatinamente.

Necesidad de un ajuste fiscal dispar

Los países desarrollados seguirán desarrollando sus respectivos programas de consolidación fiscal. Sin embargo, en los países emergentes se podrá observar una política fiscal más expansiva que incentive su actividad económica. Muchas economías desarrolladas todavía tienen que enfrentarse a excesivos niveles de déficit. En el caso de la Eurozona, el proceso de consolidación fiscal ha sido muy intenso y se espera que en un futuro cercano puedan reducir el grado de exigencia del ajuste fiscal.

Estados Unidos tiene una situación más incierta al existir reducciones automáticas del gasto público. Si no se toman medidas, el recorte del déficit estructural puede llegar a ser del 4% del PIB este año, si bien el Fondo espera que al final no supere el 1,25%, lo que sigue siendo aún mayor que en 2011.

En Japón, el proceso de consolidación fiscal es también incierto al retrasarse la aprobación de la financiación para el final del año fiscal hasta marzo de 2013. El gasto en reconstrucción por los daños del terremoto ayudó a reactivar la economía nipona, pero en 2013 este estímulo se verá mermado drásticamente.

Finalmente, en las economías emergentes, tras una mejora del 1% en el saldo estructural en 2011, no se espera ningún proceso de consolidación significativo entre 2012 y 2013. En estos países, el déficit gubernamental es menor al 1,5% del PIB y se espera que la deuda pública caiga hasta un 30% del PIB.

La política monetaria como arma contra la debilidad financiera

Las condiciones financieras se debilitan. En la Eurozona, la demanda de préstamos sigue disminuyendo y los requisitos crediticios se endurecen. Los préstamos bancarios han caído en los países periféricos y los diferenciales de los tipos de interés para los créditos al sector privado se han ampliado. No se prevé una mejora de la situación financiera en el corto plazo ante la crisis en la Eurozona y la necesidad de ajuste fiscal en Estados Unidos.

En los países emergentes, también se está produciendo una fuerte salida de capital, debido a su mayor vulnerabilidad financiera y a unas peores perspectivas de crecimiento. De hecho, se ha reducido el crédito al sector privado. En el corto plazo cabe esperar una alta volatilidad.

Ante esta inestabilidad, la política monetaria sigue siendo laxa en la mayoría de los países. El BCE está considerando la utilización de transacciones monetarias directas (*Outright Monetary Transactions*), es decir, compras masivas de deuda pública en los mercados secundarios. Para tener acceso, los países deberán cumplir con los programas de reforma macroeconómica y serán supervisados por el Mecanismo de Estabilidad Europea.

La Reserva Federal ha anunciado la compra continuada de activos garantizados con hipotecas (*Mortgage backed securities*) por un valor mensual máximo de 40 mil millones de dólares. No descarta el uso de otras medidas adicionales.

nales, así como mantener los tipos de referencia reducidos hasta que las condiciones económicas no mejoren.

El Banco de Japón ha anunciado una expansión monetaria del 5% para el próximo año, encuadrado en su programa de compra de activos. Mientras, el Banco de Inglaterra también ha implementado una ampliación de su programa de expansión cuantitativa. Dentro de su programa de incentivo al crédito (*Funding for Lending Scheme*), los bancos y las empresas constructoras podrán pedir prestadas letras del tesoro británico a cambio de activos menos líquidos. Los tipos de interés de estos *swaps* serán menores para aquellas entidades que mantengan o incrementen los préstamos concedidos.

Recomendaciones de política económica

La situación actual puede llegar a ser dramática si no se toman las medidas pertinentes. En el caso de la Eurozona, las medidas han de implementarse con carácter urgente y con contundencia. El objetivo principal ha de ser recuperar la confianza en la estabilidad de la Unión. Los países más afectados por la crisis tienen que continuar con los ajustes, mientras que el Mecanismo Europeo de Estabilidad ha de proveer la ayuda necesaria para cortar la relación perversa entre la deuda pública y la situación de las entidades de crédito.

El Fondo destaca la extrema importancia de la nueva iniciativa del BCE de comprar deuda soberana en los mercados secundarios para evitar alzas excesivas de la prima de riesgo. Además, la política monetaria no debe endurecerse sino incentivar la recuperación de la demanda.

Los países de la Eurozona han de apoyar a quienes estén realizando los ajustes necesarios. Así, los países de la periferia han de continuar el proceso de consolidación, pero a un ritmo adecuado, y es esencial que tengan acceso a una financiación a un coste razonable.

El paso esencial para recuperar la estabilidad es que el Mecanismo Europeo de Estabilización comience a funcionar lo antes posible para canalizar correctamente las ayudas al sector financiero. El requisito necesario para que esto ocurra es la creación de un mecanismo de supervisión bancaria para crear una verdadera unión bancaria basada en cuatro pilares: supervisión común, regulación armonizada, un programa de garantía de depósitos europeo y un mecanismo de resolución común.

Se ha de ahondar en el ajuste fiscal, pero eligiendo el ritmo correcto. Hasta ahora, el multiplicador fiscal ha sido cercano a la unidad, debido a la consolidación simultánea

realizada en la mayoría de los países afectados por la crisis. Los gobiernos han de comprometerse con objetivos creíbles y alcanzables, y en el caso de Estados Unidos y Japón esto es clave, ya que no tienen un plan claro de consolidación, y puede suceder que el ajuste sea abrupto.

Todos los países, en general, deben establecer planes de contingencia ante el futuro incierto, y en la medida de lo posible han de ampliar su margen de maniobra. Además, muchos países tienen que diseñar un programa de ajuste a largo plazo para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población.

Otra consideración básica que realiza el Fondo es la necesidad de controlar el riesgo de las inversiones ya que el exceso de liquidez y los reducidos rendimientos pueden incentivar la toma de excesivos riesgos y la realización de inversiones ineficientes.

Por otro lado, la crisis puede generar la oportunidad de corregir los desequilibrios externos. Los países con superávit, como Alemania o los asiáticos, deberían incentivar su demanda interna, y los segundos evitar distorsionar el comercio con tipos de cambio infravalorados y competencia abusiva. Mientras que los países deficitarios, deberían tomar las medidas pertinentes para mejorar su competitividad.

Finalmente, el informe destaca la necesidad de medidas estructurales a largo plazo que permitan alcanzar un crecimiento sostenible. Para los países en crisis, recomienda una política de reestructuración bancaria y de mitigación de la deuda de los hogares. Son pocos los países que han implementado una política de reestructuración de la deuda de los hogares, como puede ser una renegociación de las condiciones hipotecarias o el alargamiento de los plazos de pago. Por otro lado, la reforma del sector financiero está incompleta, si bien la reforma del sector bancario ha avanzado bastante. Se podrían tomar otras medidas para reforzar la estabilidad, como simplificar las características de los activos financieros, establecer mecanismos internacionales de resolución o controlar a las instituciones financieras no bancarias.

Otras reformas necesarias e incompletas se refieren al funcionamiento del mercado laboral. Muchos países ya han implementado políticas para mejorar la eficiencia del mercado, pero poco se ha hecho para reducir el paro de larga duración o mejorar la competitividad de los sectores de bienes y servicios. Algunas reformas intentan reducir los costes de contratación y despido, y rebajar el salario mínimo interprofesional. Este tipo de políticas han sido implantadas en España e Italia, donde hay un elevado desempleo juvenil. Otras tienen como objetivo mejorar la eficiencia de la nego-

ciación entre empresas, sindicatos y empleados. Pero la reforma del sector servicios, permitiendo una mayor competencia que incentive a largo plazo la eficiencia y genere nuevas oportunidades de empleo todavía está inconclusa.

Conclusión

La evolución económica mundial es incierta y está condicionada por diversas vulnerabilidades. Las perspectivas han sido revisadas a la baja debido a la reducción

de la confianza en algunos países de la Eurozona y al miedo a los efectos perniciosos que puede tener la consolidación fiscal en Estados Unidos y Japón.

Las reformas implementadas no son suficientes para recuperar el crecimiento: en el caso de la Eurozona las medidas han de ser contundentes para que den una señal clara de que existe una verdadera unión capaz de contrarrestar las presiones externas. El futuro es incierto, pero solo con la colaboración internacional se volverá más esperanzador.

Resumen de prensa

Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

En las páginas que siguen, entre la selección de prensa, figura un breve recorte de un reportaje del *The Wall Street Journal*, de fecha 3 de octubre, que merece una atención muy especial. El original ocupó dos páginas enteras del *Journal*, lo que desaconsejó recogerlo aquí *in extenso*. El título del mismo (*How Draghi shifted the Course of Euro Crisis*, o «Cómo Draghi cambió el curso de la crisis del euro») ya valora, y de qué manera, su contenido. La primera parte del original aparece en las páginas que siguen. El resto, más extenso, ocupaba el resto del artículo, todo él dedicado a comentar la polémica que tuvo lugar, fundamentalmente, entre Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, y Jens Weidmann, gobernador del Bundesbank, el Banco Central alemán, con motivo de la propuesta del primero de que el BCE pudiera proceder a la compra de deuda pública, en ciertas condiciones, de países de la eurozona.

La mayor objeción de los que apoyaron al principal opositor, Weidmann, fue que la posibilidad de que pudiera comprarse deuda con billetes de banco salidos de las prensas de imprimir dinero pudiera convertirse en una gigantesca inflación.

Mamma mia, publicó Bild, el semanario alemán que, al igual que el resto de la prensa alemana, defendió la posición de Weidmann. «Para los italianos, la inflación es una forma de vida, igual que la salsa de tomate con la pasta». En algunas fases del debate pareció que el muy influyente gobernador del banco central alemán tenía la partida ganada.

Mientras tanto, las ventas de deuda por parte de países del euro —en especial Italia y España— seguía su curso, a unos costes, repetidamente, muy elevados, que en modo alguno iban a poder soportar indefinidamente.

Una mano salvadora fue, en un momento crítico, la del ministro de hacienda alemán, Schäuble, a quién Draghi pidió que apaciguara la prensa de su país.

Otro a los que se hizo intervenir en la refriega fue F. Hollande, presidente francés, a quién Draghi encomendó que pidiera a Merkel que se unieran los dos en la defensa del plan, que contó entonces con unos avaladores incontestables.

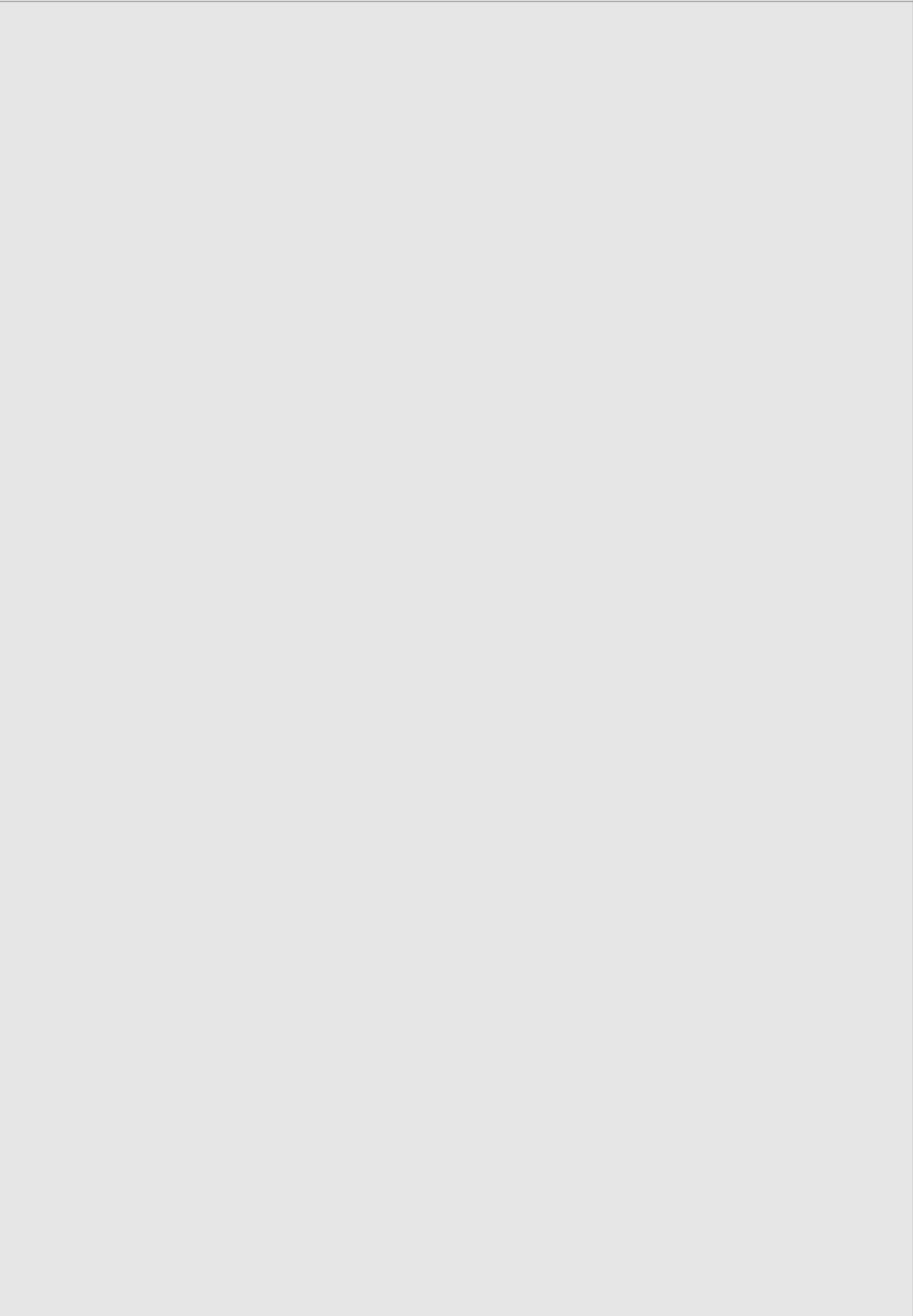
Pero el caso fue que Weidmann atacó de nuevo, y siguió argumentando que la compra de bonos por parte del BCE equivalía a la financiación de los gobiernos con la impresión de billetes de banco.

No se puede decir, sin embargo, que Weidmann esté ya fuera de combate. El pasado mes, en un discurso en Frankfurt, el gobernador del Bundesbank recurrió nada menos que al *Fausto* de Goethe, donde, en su II parte, el diablo tienta al emperador a imprimir dinero para financiar el gasto público.

Los mercados, sin embargo, están escuchando a Mario Draghi.

The Wall Street Journal terminaba su largo artículo con estas palabras: «He ahí cómo el presidente del BCE cambió el curso de la crisis del euro con un rasgo de su pluma y puso fin a un combate con su mayor accionista, el Bundesbank, y su presidente, Jens Weidmann.

Ahora, el competente profesor italiano y el joven alemán están disputándose el alma del BCE, intentando alcanzar decisiones con las puertas cerradas».



La información económica en la prensa internacional

Sumario

<i>L'effet euphorisant de la potion Draghi</i>	64
<i>Catalan message</i>	64
<i>Euro Zone Could Be Turning the Corner</i>	64
<i>Feu vert allemand au sauvetage de l'euro. La Court Constitutionnelle de Karlsruhe autorise Berlin à participer au Mécanisme européen de stabilité</i>	64
<i>The ECB's bond-buying plan. Casting a spell</i>	65
<i>The euro zone leaders have turned a corner. Where to, is not yet clear</i>	65
<i>Waiting for Rajoy</i>	65
<i>Chronologie de la récession espagnole</i>	66
<i>Encuesta de The Wall Street Journal</i>	67
<i>Espagne: La crise sera-t-elle féconde?</i>	67
<i>Un petit coin de ciel bleu sur l'Europe</i>	69
<i>Mario Draghi, seul, ne sauvera pas l'euro</i>	70
<i>The king's speech</i>	71
<i>Impatient des lenteurs européennes, le FMI reste prêt à aider l'Espagne</i>	71
<i>Confidence among Europeans falls for 7th straight month</i>	71
<i>L'Espagne hésite à appeler l'Europe au secours</i>	72
<i>M. Rajoy a beau hésiter, Madrid ne pourra pas se passer d'une aide de l'Europe</i>	72
<i>The many crises confronting Spain: Rajoy must build consensus – at home and abroad</i>	72
<i>US recovery proves weaker than thought</i>	73
<i>Grim jobless data darken shadows over Europe</i>	73
<i>How Draghi Shifted the Course of Euro Crisis – ECB Chief Outmaneuvered Bundesbank President</i>	73
<i>Progress has been significant in euro zone, ECB chief says</i>	74
<i>Le quotidien El País sabre dans ses effectifs et veut réduire les salaires</i>	74
<i>L'Espagne se fait toujours attendre...</i>	74
<i>ECB chief sees signs of life in euro economy. After years of pain, some signs of hope</i>	75
<i>US jobless data boost investor sentiment</i>	75
<i>A price to honour European peace</i>	75
<i>Un Prix Nobel de la paix amplement mérite</i>	76
<i>Upside of Spain's Downgrade</i>	76
<i>Why Spain hesitates to ask for help?</i>	76
<i>Lettre d'Espagne: De l'huile sur le feu catalan</i>	76
<i>Spain risks paying more as it delays aid request</i>	76
<i>US Consumers Boost Economy</i>	77
<i>Spain Helps Push Markets Higher</i>	77

Audrey Tonneler, en *Le Monde* de 9-10/9: (*L'effet euphorisant de la potion Draghi*)

La promesa del presidente del Banco Central Europeo de comprar sin límite deuda de los Estados ha cautivado las bolsas.

¡Albricias! Los inversores financieros han estado acostumbrados, estos últimos años, al caos económico monetario y a otras catástrofes monetarias para que las buenas noticias sean muy celebradas. Los mercados han, pues, terminado la semana felizmente. Responsable: Mario Draghi, presidente del BCE que, una vez más, ha conseguido convencerles de su determinación de preservar la cohesión de la zona euro.

El CAC40 ha superado, el jueves 6 de septiembre, los 3.500 puntos, nivel que no había alcanzado —exceptuando una breve incursión a fines de agosto— desde marzo. En cinco días, el índice francés ha ganado un 3,11 por ciento, mientras que el DAX alemán se apreciaba un 3,50 por ciento y el Fotsie británico un 1,46 por ciento. Por otra parte, las bolsas de Madrid y de Roma, las más sensibles a los sobresaltos de la zona euro, han saltado respectivamente, un 6,23 y un 6,69 por ciento.

«Mario Draghi, pues, ha hecho exactamente lo que los mercados esperaban de él, e incluso un poco más», ha dicho un estratega de Axa IM.

[...]

Financial Times de 13/9. Editorial: (*Catalan message*)

La crisis de la eurozona ha derribado a más de un gobierno, pero hasta ahora no ha puesto en duda la supervivencia del mismo Estado-nación. Y, sin embargo, eso es lo que está ocurriendo en España, un evento dramatizado por la aparición, esta semana, de un fervor separatista en Cataluña.

El martes, una multitud de hasta 1,5 millones de catalanes se juntaron en las calles de Barcelona bajo la pancarta «Cataluña, un nuevo estado europeo». La plurinacional España, construida sobre un elevado y complejo sistema de gobiernos regionales desde el fin de la dictadura de Franco, corre ahora el riesgo de romperse.

La crisis de la eurozona es en parte la culpable. La crisis ha puesto de manifiesto sin compasión la fragilidad de la fiscalidad española. En el caso de los relativamente ricos catalanes, se quejan de que si bien contribuyen con generosidad a engrosar los recursos del Estado, se les regatea los recursos que este pone a su disposición para la financiación de sus necesidades. Cataluña desea autonomía fiscal, el derecho a recaudar sus impuestos, al igual que los vascos, los cuáles contribuyen relativamente menos a los ingresos centrales.

[...]

El presidente catalán tiene previsto un encuentro decisivo para los próximos días con el primer ministro central. Es probable que el primero no consiga nada, y convoque unas elecciones anticipadas, que podrían convertirse en un referéndum sobre la independencia de Cataluña.

Todo da a entender que nos hallamos ante una crisis constitucional.

Richard Barley, en *The Wall Street Journal* de 13/9: (*Euro Zone Could Be Turning the Corner*)

Las piezas que faltan del rompecabezas de la eurozona pueden estar cayendo en su sitio. El miércoles, una decisión de la Corte Constitucional alemana abrió el camino y quedó diseñado el mapa de Europa que ha de utilizarse en adelante. Ahora, el crecimiento es el último elemento que queda para completar el panorama.

La Corte Constitucional dio un «sí» cualificando la ratificación por Alemania de 500 m.m. de euros del European Stability Mechanism, el nuevo fondo de rescate de la zona euro.

La ratificación y el paso por Alemania hará operativo el ESM, tal vez ya en octubre.

Los cambios en curso han de solidificar la confianza de las empresas y de los consumidores y han de suponer una salida de Europa del infierno.

[...]

Arnaud Leparmentier, en *Le Monde* de 13/9: (*Feu vert allemand au sauvetage de l'euro. La Court Constitutionnelle de Karlsruhe autorise Berlin à participer au Mécanisme européen de stabilité*)

Era la semana de los pagadores. Seis días después que el Banco Central Europeo, el Tribunal Constitucional alemán de Karlsruhe ha dado, el miércoles 12 de septiembre, luz verde al lanzamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MES), dotado de 500 m.m. de euros. A condición de que el Bundesbank valide los gastos comprometidos más allá de 190 m.m. El presidente de la República alemana, Joachim Gauck, podrá firmar la ley sin más trámites. Así, el dispositivo europeo se ha completado de modo que a partir de octubre, países de la zona euro en dificultades, en especial España, podrán beneficiarse de las ayudas europeas a través del MES, a condición de que se comprometan con un estricto plan de reformas. El BCE va a poder acudir a la ayuda y a comprar de manera ilimitada deuda de los países atacados por los mercados y así hacer bajar los tipos de interés.

En el curso de esta semana decisiva, el destino del euro se ha encontrado en manos, no ya de los políticos, sino de responsables no elegidos e inmovibles durante su mandato: los bancos centrales de Frankfurt y los jueces alemanes de Karlsruhe.

Los franceses invocan la primacía de lo político y del pueblo soberano. Históricamente, no han cesado de denunciar el gobierno de los jueces, y no han aceptado nunca completamente la independencia del BCE.

Al otro lado del Rhin es el análisis contrario el que prevalece. Instruidos por las catástrofes del siglo XX, los alemanes han aprendido a desconfiar de la política. La ley fundamental impuesta por los aliados en 1949, comporta numerosos artículos inalienables y limita el poder de los responsables políticos, sometidos al veredicto último de los jueces. Por lo que se refiere a la moneda, después de la hiperinflación de los años 1920 y de la ruina nazi, se trata de una cosa demasiado grave para ser confiada a los elegidos. Así se forjó la independencia del Bundesbank que acompañó el milagro económico de después de la guerra.

[...]

La Court de Karlsruhe se acomoda a los imperativos de la construcción europea.

[...]

The Economist de 15/9. Editorial: (*The ECB's bond-buying plan. Casting a spell*)

¿Ha hecho Mario Draghi lo debido para salvar el euro?

Mario Draghi parece más un brujo que un banquero central. Desde que el patrón del Banco Central Europeo dijo a finales de julio que haría «lo que fuera necesario» para salvar el euro, los rendimientos para los bonos españoles a dos años han caído del 7 al 3 por ciento. Los mercados de acciones han subido; el euro ha subido.

El 6 de septiembre, Draghi dio otro empuje a la confianza cuando explicó los detalles de su plan para comprar bonos de países con problemas. Mejores noticias se produjeron el 12 de septiembre, cuando la Corte Constitucional de Alemania sancionó la participación de este país en el European Stability Mechanism (ESM), el fondo permanente de rescate de la eurozona, sin imponer severas reservas. Después de un largo tiempo, la crisis del euro está en retroceso.

La esperanza ahora está en el compromiso del ESM de actuar, él solo, para mantener bajos los rendimientos. Tales esperanzas se han visto defraudadas con anterioridad.

[...]

El plan de Draghi ha proporcionado esperanzas que pueden suponer el fin de la crisis del euro. Pero estas esperanzas pueden no ser duraderas. En efecto, él podría encontrar obstáculos, no pocos implementation risks. Un primer obstáculo puede ser la política española. Si el plan ha de funcionar, Mariano Rajoy, el primer ministro español, deberá tragarse su orgullo y aceptar la necesidad de un rescate soberano, así como bancario.

[...]

La magia de Draghi es poderosa, pero no funcionará sin la colaboración de los políticos.

The Economist de 15/9. Editorial: (*The euro zone leaders have turned a corner. Where to, is not yet clear*)

Cuando los libros de historia tracen la evolución de la crisis del euro, septiembre de 2012 señalará el principio de un nuevo capítulo. Los días recientes han visto actuaciones decisivas de la maquinaria política de Europa. El 12 de septiembre, en efecto, la Corte Constitucional de Alemania respaldó el European Stability Mechanism (ESM), el fondo de rescates permanente de la zona euro, superando el último obstáculo para su eventual utilización. El mismo día la Comisión Europea dio a conocer el borrador de lo que ha de ser el texto del programa de supervisión conjunta de la banca europea, primer paso hacia la unión bancaria. Pocos días antes, el Banco Central Europeo anunció que, bajo ciertas condiciones, estaría dispuesto a comprar cantidades ilimitadas de bonos de países de la eurozona con problemas.

Considerados en su totalidad, los progresos realizados los últimos días suponen un gran cambio. Lo más importante es que la zona euro cuenta ahora con un banco central comprometido a ser un prestamista de última instancia.

La esperanza es que esta situación marca el principio del fin de la crisis del euro.

Desgraciadamente, sin embargo, son muchas las cosas que todavía podrían ir mal.

[...]

The Economist de 15/9. Editorial: (*Waiting for Rajoy*)

España va a tener un rescate. La cuestión es cómo y cuándo.

Estaba destinado a rescatar España y, como resultado, el euro. Así, pues, ¿por qué el gobierno de Madrid no utilizó enseguida el salvavidas que le ofrecía Mario Draghi, el presidente del

Banco Central Europeo, con su plan de compra de bonos? La respuesta tiene un nombre: Mariano Rajoy, el discreto y enigmático primer ministro.

Primero: Rajoy sigue pretendiendo que España puede no necesitar un rescate. «Antes de tomar una decisión debemos ver si es realmente necesaria», dijo Rajoy recientemente. El anuncio de Draghi ha conducido los rendimientos de los bonos a niveles más bajos de cuando el partido de Rajoy alcanzó el poder, en noviembre. Pero esto no durará siempre. La confusión de la economía española —una combinación de bancos enfermos, una recesión de dos recorridos y un 25 por ciento de paro— va de mal en peor. Las reformas laborales y otras de Rajoy pueden resaltar positivas, pero, mientras tanto, el paciente necesita una infusión de emergencia.

Segundo: Rajoy sabe que España encontrará el tutelaje humillante. En Grecia, Irlanda y Portugal, gobiernos rescatados fueron pronto derribados. Esto explica porqué el gobierno de Rajoy, a pesar de cuatro años de gobierno, no se atreve a utilizar la palabra B.

Tercero: Rajoy pretende que España no necesita que se le diga lo que tiene que hacer, e insiste en que su gobierno se las arreglará para lograr un déficit presupuestario que supuso un 8,9 por ciento del PIB del año pasado.

[...]

El problema principal es el tiempo. Los opositores acusan al primer ministro de intentar retrasar el rescate hasta después de las elecciones en Galicia, el 21 de octubre. Sin embargo, puede llegar antes, mucho antes. Mucho depende de lo que los ministros de hacienda de la zona euro digan en su reunión del 14 de septiembre. El inescrutable Sr. Rajoy tendrá a todo el mundo preguntándole hasta el fin.

Le Monde de 17/9. Editorial: (*Chronologie de la récession espagnole*)

2008

En el tercer trimestre, España entra en recesión con la explosión de la burbuja inmobiliaria, que ha sostenido a la economía española durante diez años. En marzo, José Luis Rodríguez Zapatero había sido reconducido a la cabeza del gobierno español después de la victoria de su Partido (PSOE) en las elecciones legislativas.

2009

Frente a la crisis financiera mundial, España adopta un plan de nuevo lanzamiento [*relance*]. El plan prevé sobre todo una rebaja

[*rabais*] fiscal de 400 m.m. de euros para todos los contribuyentes, proyectos de infraestructura por un importe de mil millones de euros y la prosecución del pago de un «cheque bebé» de 2.500 euros por cada recién nacido, instaurado en 2007.

En mayo, Madrid creó un fondo especial de «sostén de los bancos», el FROB, y exhorta a las cajas de ahorro a fusionarse, después de haber socorrido a la Caja Castilla-La Mancha. En los doce meses siguientes, el número de cajas de ahorros que han masivamente distribuido préstamos inmobiliarios, pasan de 45 a 17. El déficit público español alcanza un 11,2 por ciento de su PIB.

2010

En el primer trimestre, la cifra del paro alcanzó el 20 por ciento de la población activa por primera vez en cerca de 13 años. El gobierno suspende la rebaja fiscal, disminuye el impuesto de las pyme que mantienen o aumentan el número de asalariados. La economía española sale provisionalmente de la recesión gracias a sus exportaciones. En mayo, José Luis Rodríguez Zapatero anuncia medidas de austeridad: los salarios de la función pública se disminuyen un 5 por ciento, el «cheque bebé» es suprimido y el importe de las pensiones por jubilación es congelado.

En junio, el gobierno adopta una reforma del mercado de trabajo (flexibilizando las condiciones del despido en las empresas con déficit) aprobada por el Parlamento en septiembre. Esa reforma será completada con una modificación del marco de las negociaciones colectivas. En julio, el tipo de IVA pasa del 16 al 18 por ciento (del 7 al 8 por ciento el tipo reducido).

2011

En enero, una ley modifica progresivamente de 65 a 67 años la edad de jubilación.

En mayo, el movimiento de los indignados adquiere relevancia con la ocupación de lugares públicos, principalmente la Puerta del Sol, en Madrid, por jóvenes que protestaban por decisiones políticas del gobierno, y también de la oposición conservadora. En septiembre, contando con un acuerdo entre socialistas y conservadores, el Parlamento modifica la Constitución para obligar a los futuros gobiernos a presentar cada año presupuestos equilibrados, fuera de períodos de crisis.

En el tercer trimestre de este año 2011, el crecimiento económico es nulo. La cifra del paro alcanza el 21,5 por ciento. En las elecciones legislativas anticipadas del 20 de noviembre, el Partido Popular (derecha), dirigido por Mariano Rajoy, recupera el poder después de siete años y medio en la oposición. Con el 44,6 por cien de los votos, el partido obtiene 186 escaños de diputados, sobre 350, frente a 110 para el PSOE. Rajoy presenta el 21 de diciembre, un gobierno con solo trece ministros.

El 30 de diciembre, el gobierno adopta por decreto-ley medidas urgentes para enderezar la economía, otra vez en recesión; las remuneraciones de los funcionarios son congeladas, su semana laboral pasa de 35 a 37 horas y media, el salario mínimo queda bloqueado [bloqué] por primera vez desde 1966 (a 641 euros al mes), se aumenta el impuesto sobre la renta (del 0,75 al 7 por ciento para las rentas más elevadas), al igual que el impuesto sobre los bienes inmuebles, pero las pensiones por jubilación son revalorizadas en un 1 por ciento y la deducción fiscal por la compra de un piso se ve modificada. El año 2011, el déficit público alcanzó el 8,9 por ciento del PIB, del que 2,9 puntos correspondían a las regiones.

2012

El 11 de febrero, el gobierno Rajoy adopta una nueva reforma para flexibilizar el mercado de trabajo, cuando el desempleo alcanza cerca del 23 por ciento: reducción de las indemnizaciones del despido de 45 días por año trabajado a 33 días (20 días si la empresa es deficitaria) con un tope de dos años de salario; creación de un CDI con un período de un año de prueba [*d'essai*]; posibilidad para los empresarios de reducir los salarios y el tiempo de trabajo en el caso de pérdida de beneficios. El 19 de febrero, cientos de miles de manifestantes protestaron contra esa reforma, antes de una huelga general del 29 de marzo.

El 16 de febrero, el gobierno obliga a los bancos y cajas de ahorros a proveer (provisionner) 52 m.m. de euros suplementarios sobre los activos inmobiliarios tóxicos. El 7 de abril, segundo plan de austeridad del gobierno Rajoy: reducción de una media del 17 por ciento de los presupuestos de los ministerios, aumento de los impuestos sobre las grandes empresas, aumento de los impuestos sobre el tabaco y del precio de la electricidad (suben un total del 28 por ciento en dos años y medio).

El Banco de España adopta un plan de saneamiento del sector bancario. El 9 de mayo, el cuarto banco español, Bankia, surgido de la fusión de siete cajas, es nacionalizado. Su plan de salvamento se estima en 23,5 m.m. de euros. El gobierno, que ha debido nacionalizar el Banco de Valencia, Catalunya Caixa y Nova Galicia, obliga a los bancos a retener 30 m.m. de euros de provisión sobre sus activos considerados «sanos».

The Wall Street Journal de 17/9

Encuesta:

¿Cuándo sabremos que la crisis de la zona euro ha terminado?

Respuestas:

Cuando la Reserva Federal y el BCE eleven los tipos de interés	51 %
Cuando Grecia salga del euro	27 %
Cuando el euro se coticie sobre 1,40 dólares	9 %
Cuando el índice Dow Jones alcance la cifra 14.000	3 %

Martine Jacot, en *Le Monde* de 17/9: (*Espagne: La crise sera-t-elle féconde?*)

Intitulada: «El año próximo, ¿será mejor?». La obra humorística que se representa estos días en el teatro de Bellas Artes de Madrid, constituye una manera de congregarse a los adeptos del método Coué que no resultaran afectados por el tercer plan de austeridad anunciado en julio por el primer ministro, Mariano Rajoy, a cambio del plan de salvamento concedido por Bruselas a los bancos españoles. Tres planes de austeridad sucesivos en ocho meses, impuestos por el Partido Popular (PP, derecha) en el poder desde noviembre de 2011. Esos planes han sumergido a la población en una «depresión colectiva», según el diagnóstico del filósofo Fernando Savater, que acaba de publicar una especie de manual de socorro moral para jóvenes con título evocador: «Ética de urgencia», ed. Curiel.

El gobierno espera señales de recuperación en ciertos sectores en 2013, pero no cree sacar a la economía de la recesión antes de 2014. Por el momento, las cifras oficiales se limitan a dar cuenta de los daños: 4.625.000 personas inscritas en el paro a últimos de agosto (un activo de cada cuatro, y uno de cada dos es joven) es decir, 38.200 personas más que en julio. Y, sin embargo, ese mes, el turismo internacional («el petróleo de la economía española con las exportaciones») ha alcanzado un récord histórico, 7,7 millones de visitantes. Estos no han venido por solidaridad europea: los precios de los hoteles han bajado. Se han creado contratos de trabajo aunque en su mayor parte temporales.

Desde 2007, unas 210.000 empresas —pequeñas y medianas en su mayor parte— han cerrado sus puertas, de las cuáles 47.000 en los últimos doce meses. Si la revuelta colectiva no está de actualidad, es, según la opinión pública, porque el sector informal sigue representando un cuarto de la actividad del país y la sacro santa familia representa muy bien el papel de red de seguridad para sus miembros afectados, además de los bancos de alimentos y de las ONG. Los jóvenes «indignados» han abandonado la Puerta del Sol. Estaban motivados por problemas concretos que expusieron en un gran forum «al tiempo que descubrían el arte de la política», según Fernando Savater.

Aparentemente, la capital castellana no ha perdido nada de su esplendor, de su convivencia y de su dinamismo con la crisis. Miles de muchachas jóvenes (la archi minifalda está muy de moda)...

[...]

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 17/9: (*Espagne: Dix-sept communautés autonomes et autant de situations critiques*)

Un gobierno central y 17 comunidades autónomas la organización de las cuáles, casi federal, sobre las que se construyó España después del restablecimiento de la democracia, ¿sobrevivirán a la crisis?

Las aspiraciones nacionalistas, si no son independentistas, como las de Cataluña y del País Vasco, se oponen frontalmente a la recentralización que propone Madrid, pero también Extremadura y otras regiones gobernadas por el Partido Popular (PP). La profunda oposición de las comunidades autónomas gobernadas por la oposición, que se niegan a aplicar las normas impuestas por el gobierno central, pone en mal lugar la política económica del gobierno de Mariano Rajoy, cuando este necesita mostrar firmeza y seriedad en el control de sus cuentas públicas frente a Europa y a los mercados. Y la casi quiebra de otras comunidades autónomas hace temblar el pedestal de España.

Si bien el PP controla once de las 17 comunidades autónomas españolas, el gobierno central se las ve y se las desea para controlarlas. Las comunidades en las que disponen del control de la salud y de la educación son responsables de los dos tercios de los desequilibrios presupuestarios del país. Ninguna de las 17 comunidades autónomas se libra de la crisis, con algunas diferencias.

Y a los particulares, antes de apoyarse en los depósitos de los ahorradores.

El tiro de gracia llegó el mes de mayo, cuando el cuarto banco español, Bankia, creado en 2010 para salvar y fusionar siete cajas de ahorro, quebró a su vez, enloqueciendo (*affolant*) a los mercados y a las agencias de notación. Y, sin embargo, el caso, es que Bankia estaba dirigida por un as de las finanzas, Rodrigo Rato, exdirector general del Fondo Monetario Internacional y exministro de economía de José María Aznar, el primer ministro de la derecha que dirigió España de 1996 a 2004.

Tres planes de austeridad sucesivos, en ocho meses, impuestos por el poder, han sumido a la población en una «depresión colectiva».

Sobre los hombres y sobre los inversores bancarios, en su condición de inmobiliarios, la prudencia debería ser, en adelante, algo elemental. He ahí, sin embargo, que Madrid y Barcelona se disponen a lanzarse en proyectos faraónicos de casinos, con unos financiamientos del todo inciertos y de una rentabilidad hipotética en el contexto económico actual. Después de haber hecho subir las ofertas entre esas dos capitales de rivalidad ancestral, el supermillonario norteamericano Sheldon Adelson (mecenas del candidato republicano Mitt Romney en Estados Unidos, sostén de Benjamin Netanyahu en Israel y rey de

los casinos de las Vegas y de Macao) ha elegido las afueras de Madrid el viernes, 7 de diciembre, para implantar un mega proyecto bautizado Eurovegas: doce hoteles con casinos, nueve teatros, tres terrenos de golf y salas de congresos. Adelson hace relucir la creación de 250.000 empleos, a condición de que los bancos españoles suministren el 65 por ciento de la primera parte de los trabajos, evaluada en 6,8 m.m. de euros.

Para no quedar atrás, Cataluña, gobernada por una coalición nacionalista de dos partidos de centro derecha, desveló, el mismo día, un proyecto de seis parques temáticos (con hoteles y casinos) de 4,7 m.m. de euros. «Barcelona World» debería ser construido sobre un terreno de La Caixa, la primera caja de ahorros catalana, y debería crear 40.000 empleos, si el promotor Veremonte encuentra inversores.

En respuesta a la izquierda, que pone en duda la llegada de dinero sucio y de sus corolarios mafiosos con sus casinos, el Partido Popular estima que «todo proyecto susceptible de crear empleos es bienvenido».

En Madrid, el gobierno está arruinado ¿Cómo hacer frente, en período de recesión, a una cuenta de algunos 30 m.m. de euros en el mes de octubre, sin recurrir —una humillación— al programa de compra de deuda que acaba de ofrecer el Banco Central Europeo, bajo condiciones? ¿Cómo responder a las peticiones de ayuda de Cataluña, de Andalucía, de Valencia y de Murcia, cuyas solicitudes de auxilios se cifran en miles de millones? ¿Deberá pedirle más sacrificios a la población, cuando esta se encuentra ya —como ha dicho el sociólogo Fermín Bauza— «al borde del crac moral»?

Según el último sondeo publicado por el periódico *El País*, el 84 por ciento de los españoles no confían, o confían poco, en el primer ministro Rajoy, y el 70 por ciento estima que Rajoy improvisa en la gestión de los asuntos del país. «El gobierno anda a ciegas, como un piloto que pisa todos los pedales sin controlar su vehículo», remacha Ignacio Camacho, cronista del diario *ABC*, por cierto próximo a la derecha. Así de grave, según él, los socialistas contemplan la situación. En parte, porque el anterior primer ministro, José Luis Rodríguez Zapatero (2004-2011) negó la realidad de la crisis y de la burbuja inmobiliaria antes de adoptar, tarde, las primeras medidas destinadas a enderezar la banca.

Su sucesor a la cabeza del PSOE, Alfredo Pérez Rubalcaba, es desaprobado por el 74 por ciento de la población en tanto que líder de la oposición, según el mismo sondeo. «Los españoles están muy orgullosos de su democracia después de la muerte de Franco», continua Ignacio Camacho. Pero por primera vez, los lazos entre el pueblo y sus representantes políticos están en vísperas de romperse. Algunos de ellos no pueden ya sentarse en un restaurante o en un café sin ser abucheados.

Para no pocos observadores madrileños, la única solución es recurrir a la ayuda de Europa, mientras se procede a profundas

reformas a fin de disminuir drásticamente las duplicaciones de poder entre el gobierno central y las 17 comunidades autónomas así como su coste.

Situación en ocho de ellas:

— El País Vasco, un caso aparte. El presidente (*lehendakari*) del País Vasco, el socialista Patxi López se niega a aplicar las reformas en la sanidad y en la educación impuestas por Madrid, pero su rebelión no es más que un problema menor. Sobre todo porque su región dispone de una economía fiscal que hace que los lazos con la capital sean más tenuous, y también porque, más industrializada, ella resiste más que ninguna otra a la crisis. Su tasa de desempleo se eleva al 10 por ciento de su PIB y su déficit es del 2,5 por ciento del PIB.

La crisis es más bien política. Las críticas de Patxi López contra la política de austeridad de Mariano Rajoy han hecho estallar la coalición entre socialistas y Partido Popular, los dos partidos no nacionalistas que en 2008 destronaron a los nacionalistas, que estuvieron en el poder desde el regreso de la democracia en España. Minoritario en el Parlamento, el Partido Socialista Vasco, incapaz de hacer votar el presupuesto para 2013 este otoño, ha decidido convocar elecciones anticipadas para el 21 de octubre.

— La muy jacobina Comunidad de Madrid. Para la presidenta de la región de Madrid, Esperanza Aguirre, la crisis no tiene más que una solución: la recentralización. Adepta a las declaraciones sorprendentes y capaces de provocar con una sola frase debates nacionales, la presidenta propuso que las comunidades autónomas devuelvan al gobierno central sus competencias en materia de salud, de educación y de justicia, con el fin de economizar, dijo ella, 48 m.m. de euros. Con el fin, también de acabar con los barones capaces de imponer su punto de vista en Madrid. En este tema es apoyada por la franja ultra conservadora del Partido Popular y por los próximos al ex primer ministro José María Aznar.

— La Comunidad de Valencia al borde de la quiebra. Economía de todos los excesos, Valencia ha llevado a cabo una política de grandes trabajos y de grandes eventos destinados a situarla en el mapamundi. Valencia no se ha librado de la quiebra, en diciembre de 2011, gracias a la intervención del estado central, que garantizó un préstamo de 30 millones de euros a Deutsche Bank. Después, Valencia ha acudido a todos los planes de ayuda ofrecidos por Madrid para evitar la suspensión de pagos. Valencia ha recibido un total de más de 4 m.m. de euros, pero sigue pidiendo otro tanto. Un salvamento que le cuesta muy caro a España para que pueda durar mucho más.

Castilla-La Mancha: cuentas claras. Con un déficit del 7,3 por ciento de su PIB en 2011, la comunidad de Castilla-La Mancha, gobernada por la número dos del Partido Popular, María Dolores de Cospedal, ha sido golpeada de mala manera por la explosión de la burbuja inmobiliaria. Hoy, el Partido Popular, llegado

al poder en 2011 en este feudo histórico del Partido Socialista, aplica unas cuentas claras. A propuesta de M. D. de Cospedal, el Parlamento de la Comunidad aceptó dividir por la mitad el número de sus diputados. La presidenta desea, además, suprimir los salarios de los diputados restantes y reemplazarlos por pagos a las asistencias a las sesiones de la cámara.

— En Extremadura, riñas de derechas [*querelles droitières*]. José Antonio Monago (PP) presidente de Extremadura (vecina de Portugal) había pedido reabrir «sin pasión» el debate sobre «la restitución de las competencias» a Madrid. Monago desafió a su propio partido negándose a aplicar el aumento del IVA sobre los productos culturales (salvo el libro), que pasó del 8 al 21 por ciento en septiembre. Monago lo mantiene en el 13 por ciento. Una decisión que Madrid juzga incompatible con la ayuda que la capital transfiere a la Comunidad. Resultará difícil que renuncie a esta.

— Galicia: a muchos kilómetros de Madrid. Las elecciones anticipadas del 21 de octubre, a la misma fecha que las vascas, constituirán una prueba electoral para el Partido Popular, que gobierna esta región desde 1990, excepto un corto paréntesis socialista (2005-2009). Pero el presidente, Alberto Núñez Feijoo se ha resistido a aplicar las medidas más criticadas del primer ministro Rajoy, como el fin del acceso a la salud pública de los inmigrantes en situación irregular. Núñez Feijoo decidió no aplicar esta medida.

— Andalucía socialista y pródiga [*dépensière*]. La tercera región económica de España y la más poblada, tiene la tasa de paro más elevada del país. Gobernada por los socialistas desde su creación (pero gracias al sostén de los ecocomunistas después de las últimas elecciones) esta Comunidad autónoma se ha levantado contra los planes de austeridad del gobierno Rajoy y se niega a aplicar a sus empleados del sector público la reforma de la Ley Laboral. Sevilla, no obstante, ha pedido a Madrid el adelanto de 1 millardo de euros para hacer frente a importantes vencimientos financieros.

— Murcia. El último año, el presidente de Murcia ha amenazado con restituir a Madrid sus poderes en materia de educación y sanidad si la Comunidad autónoma no recibe más dinero de Madrid. Pero este año le ha pedido una ayuda de 300 millones de euros.

Le Monde de 16-17/9. Editorial: (*Un petit coin de ciel bleu sur l'Europe*)

A propósito de Europa existen dos reglas de oro. La primera entrará pronto en vigor: Esta inscribe el objetivo del equilibrio presupuestario en el rango de obligación constitucional. Y la segunda se refiere a nuestra moral, e impone no enfadarse

[*bouder*] jamás ante las buenas noticias (estas no son tan frecuentes desde hace casi dos años que la Unión Europea se atasca [*patauge*] en la crisis del euro).

Ahora bien, la Unión, y todavía más su núcleo duro, los diecisiete miembros de la zona euro, acaban de atravesar dos buenas semanas. Esto debe celebrarse.

Todo empieza en Frankfurt, en Alemania, con la decisión de Mario Draghi, el talentoso italiano que se halla al frente del Banco Central Europeo. Al anunciar que el BCE intervendría, «de manera ilimitada», en la compra de obligaciones de Estado de los países de la zona en dificultades, Draghi no solo alivió a España e Italia sino que consolidó esa realidad de la que los mercados no han cesado de dudar desde hace mucho tiempo: el euro es irreversible.

Por supuesto, no es muy ortodoxo servirse así del arma monetaria para tratar desequilibrios presupuestarios. En Alemania, los «ultra liberales» del Bundesbank, en este caso soltados por Angela Merkel, denuncian un error económico que acabará —dicen— poniéndole precio: inflación, devaluación del euro, degradación del balance [*bilan*] del BCE. ¿Pero qué proponen? Nada, salvo una larga caída a los infiernos de España y de Italia que pudo haber puesto fin al mismo euro.

Una semana más tarde, siempre en Alemania, los jueces del tribunal constitucional han dado luz verde a la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MES) y del pacto de estabilidad presupuestaria. Esos dos textos vienen a completar el dispositivo Draghi. Con el MES, la zona euro se ha dotado de una especie de Fondo Monetario que apoyado por el BCE debería restablecer la confianza de los mercados en la moneda única.

Inevitable contrapartida a la organización de esta solidaridad financiera entre los 17, el tratado presupuestario impone un principio de armonización de las finanzas públicas sin el cual no habría moneda única.

Todo esto empieza a parecer cada vez más una verdadera unión monetaria, también necesaria para un buen funcionamiento del euro.

La misma semana ha visto que los holandeses han relegado una mayoría decididamente eurófila, cuando se nos había presentado un país minado por el euroescepticismo. Quien sabe, en fin, si el acercamiento EADS-BAE Systems no acabará por dotar a Europa de un gigante que todavía carece del sector de la aeronáutica de defensa.

No estamos soñando, Europa sigue siendo Europa. El perfeccionamiento de la gobernanza económica de la zona euro dará todavía lugar a batallas polémicas, divergencias y mercados de última hora en Bruselas. Se deberán cambiar los tratados, pedirles a las poblaciones que digan hasta dónde desean ir

en el camino de esa federación de Estados a la que aludía esta semana el presidente de la Comisión, José Manuel Barroso.

Martin Wolf, en *Le Monde* de 18/9: (*Mario Draghi, seul, ne sauvera pas l'euro*)

La decisión adoptada por el Banco Central Europeo de comprar, «sin limitación cuantitativa», obligaciones del Estado en los mercados secundarios era, a la vez, necesaria y audaz.

El mérito corresponde a Mario Draghi, el presidente del Banco Central Europeo, por haber obtenido el acuerdo de sus consocios europeos sobre esa medida controvertida contra la opinión negativa, única, pero significativa, de Jens Weidmann, presidente del temible Bundesbank alemán.

Es una lástima que el BCE no adoptara esa decisión antes de que la crisis de las deudas soberanas alcanzara a Italia y a España. Ese retraso, sin embargo, no es sorprendente: las decisiones de la zona euro, incluso en el caso de que eso fuera inevitable, habrían hecho en esta cuestión demasiado poco y demasiado tarde.

No es culpa del BCE si esa iniciativa es insuficiente. Su objetivo proclamado es eliminar los riesgos de un estallido de la zona euro bajo la presión de los mercados. Pero el BCE no puede actuar solo. Asegurar la supervivencia de la zona euro es una decisión política. El Banco Central Europeo solo puede influir, y no decidir sobre lo que venga a continuación.

La argumentación avanzada por el programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT) es ingeniosa. El BCE insiste en el hecho de que solo contempla un efecto secundario que no financiará a los gobiernos con dificultades. «Tenemos como objetivo el deber de preservar la unicidad de nuestra política monetaria y de asegurar la transmisión adecuada de nuestra política a la economía real del conjunto de la zona», declaró Draghi. «Las OMT nos permitirán solucionar las perturbaciones graves que afecten al mercado de obligaciones públicas que provienen, en particular, de temores infundados de parte de los inversores sobre la reversibilidad del euro».

Para apoyar su argumentación, Draghi subrayó que «partes importantes de la zona euro sufren de lo que nosotros llamamos un desequilibrio. Esto legitima la intervención (...), para romper estas expectativas autocumplidas que se alimentan ellas mismas y son susceptibles de generar situaciones nefastas (...) no solo en esos países en particular sino también en la zona euro en su totalidad. Es una solución que justifica la intervención del BCE».

El BCE no intervendrá de forma incondicional. Lo hará si, y solo, si los países reúnen ciertas condiciones. Estas no serán definidas por el BCE.

[...]

Financial Times de 20/9. Editorial: (*The king's speech*)

España necesita buenos políticos en todos los niveles.

La llamada del Rey de España a favor de la unidad nacional es un acontecimiento destinado a superar la crisis profunda que vive el país. La última vez que el monarca español intervino tan explícitamente en la política española fue para abortar el intento de golpe de estado de febrero de 1981 dirigido contra la joven democracia destinada a suceder a la dictadura franquista. La actual crisis de la eurozona y la crisis fiscal que vive España, con una economía caracterizada por un paro sin precedentes y el delicado problema constitucional que supone el separatismo catalán representan, juntos, un problema de auténtica preocupación.

En 1981, el joven Rey apareció en la televisión a medianoche y ordenó a los sublevados que cesaran en su intento. Su carta abierta, esta semana es poco probable que resulte tan decisiva. La monarquía se ha debilitado a causa de algún escándalo y el Rey intenta suplir la condición de estadista de la que posiblemente no dispone, en la medida necesaria, el actual jefe del gobierno Mariano Rajoy.

A pesar de ganar por mayoría absoluta las elecciones legislativas, en el pasado mes de noviembre, Rajoy y su Partido Popular de centro derecha prefieren gobernar por decreto, desechando cualquier posibilidad de obtener consensos o, tal vez, de informar convenientemente a la opinión pública. El mismo primer ministro apenas habla en público, o en el Parlamento, o a la prensa. Inicialmente introdujo reformas válidas, por ejemplo en materia laboral, pero con frecuencia parece ser un oportunista sin sentido de la oportunidad.

[...]

Es misión del gobierno buscar compromisos con catalanes y vascos. Rajoy se reúne hoy con Artur Mas, presidente del gobierno autonómico de Cataluña. Salvo en el caso de que logre un gesto plausible y conceda algo satisfactorio para los catalanes, el separatismo resultará impararable, diga lo que diga el Rey.

Pero el monarca Juan Carlos está acertado cuando se refiere a la transición tras la muerte de Franco. Para hacer frente a la grave actual situación de España, España necesita un acuerdo multipartido nacional como los pactos de la Moncloa de 1977 que presidieron el camino de la democracia de España. Esa es también tarea de los políticos, no del monarca.

Alain Faujas y Claire Gatinois, en *Le Monde* de 26/9: (*Impatient des lenteurs européennes, le FMI reste prêt à aider l'Espagne*)

La impaciencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) respecto a sus consocios de la troika, la Unión Europea y el Banco

Central Europeo, es perceptible cuando se trata de las políticas a aplicar para regular la crisis de la deuda europea.

Un informe publicado por la institución de Washington el lunes, 17 de septiembre, hace observar que la colaboración con las autoridades europeas en los planes de ayuda a Grecia, a Irlanda y a Portugal ha sido esencial, pero que ha añadido una mano de complejidad a la elaboración de las conclusiones (de los planes de ayuda) y a los procesos de decisiones en razón de las limitaciones institucionales propios de la Unión.

Después de que Mario Draghi publicara a principios de septiembre, los detalles de la política no convencional que el BCE utilizará para evitar que los Estados con dificultades no sufran una llamarada de los tipos sobre sus empréstitos: el FMI está más en concordancia con el viejo continente.

Pero él juzga siempre demasiado lentamente las medidas para enderezar [*redresser*] los bancos, tranquilizar a los mercados y relanzar el crecimiento. El caso griego, el más antiguo y el más laborioso, cristaliza las críticas. «El FMI está cansado de pagar» decía el pasado verano una fuente próxima a las discusiones. Algunos países, como Argentina o Estados Unidos, comprenden mal la indulgencia de la institución de Washington hacia Atenas, que se encuentra ya en su segundo plan de salvamento.

El FMI consagra alrededor del 55 por ciento de sus préstamos en curso a Grecia, a Irlanda y a Portugal mucho más de lo que las cuotas de estos países permitirían en teoría.

Para justificar esta anomalía, la discusión del Fondo hace valer que lo más importante no es la equidad entre sus 187 Estados miembros sino evitar que un hundimiento europeo ponga en marcha una recesión mundial. En todo caso, el Fondo no arriesga gran cosa, toda vez que él es siempre el primer servidor en caso de impagos y cubre inmediatamente sus deudas.

Por otra parte, el Fondo tiene por costumbre salir mucho más deprisa al salvamento de los países que quiebran. Los planes del Fondo están calibrados de forma que al cabo de tres años un país que ha recibido ayuda empieza a rembolsar lo que debe.

[...]

David Jolly, en *International Herald Tribune* de 28/9: (*Confidence among Europeans falls for 7th straight month*)

Las perspectivas para la zona euro seguían siendo inciertas el jueves, en la medida en que los datos mostraban que la confianza entre las empresas y los consumidores europeos había seguido bajando en septiembre.

La Comisión Europea, por su parte, informó que su indicador del sentimiento económico para los 17 países de la eurozona había caído 1,1 puntos, quedando en 85,0 puntos, por séptimo mes consecutivo de descenso. Para la más amplia Unión Europea, de 27 miembros, la confianza cayó 0,9 puntos, hasta 80,1 puntos. Un indicador sobre 100 muestra más confianza en cinco sectores encuestados.

La Comisión atribuyó el debilitamiento a la caída de la confianza en cuatro de los sectores: servicios, ventas al por menor [*retailing*], industria y consumo. La Comisión consideró con mayor optimismo el quinto sector, la construcción, más prometedor.

Estos datos constituyen señales de que la economía de la zona euro se sigue hundiendo en la recesión.

[...]

Claire Gatinois y Sandrine Morel, en *Le Monde* de 28/9: (*L'Espagne hésite à appeler l'Europe au secours*)

En España, los bromistas cuentan que cuando se cruza con un gallego en una escalera, es imposible saber si sube o si baja. Mariano Rajoy, el primer ministro español, es gallego. Y, en realidad, después de varios meses, a pesar de la impertinencia de los mercados, de los economistas y de un sector de la clase política, nadie sabe cuando el jefe del gobierno de España se decidirá a pedir formalmente la ayuda de Europa.

«Por ahora, no puedo decirlo», soltó Rajoy el miércoles, 26 de septiembre, en una entrevista en *The Wall Street Journal*. «Ahora bien, si los tipos de la deuda del país se mantienen elevados en exceso mucho tiempo poniendo en peligro la economía española y encareciendo sus empréstitos, puedo asegurarle que pediremos un rescate», dijo Rajoy.

El miércoles, justamente, la tensión del mercado de la deuda española hizo subir el precio de la deuda y los empréstitos españoles a 10 años superaron el umbral del 6 por ciento. «Los inversores, inquietos por los problemas políticos de Cataluña, los riesgos sociales que acompañan nuestra política de austeridad y una recesión sin fin, encarecieron nuestra deuda». Rajoy no reaccionó.

El jueves, al presentar, en consejo de ministros, el proyecto de presupuesto para 2013, el jefe del gobierno intentará, en lo que podría parecer una tentativa desesperada, convencer a propios y extraños que Madrid puede todavía alcanzar los objetivos de reducción de déficits asignados por Bruselas.

Claire Gatinois y Sandrine Morel, en *Le Monde* de 28/9: (*M. Rajoy a beau hésiter, Madrid ne pourra pas se passer d'une aide de l'Europe*)

Si él encuentra «incomprensibles» las dudas de Rajoy por lo que se refiere a acudir a la ayuda de sus colegas europeos, Bruno Cavalier, economista de Oddo, reconoce que, «aritméticamente», el país, España, puede todavía resistir algunos meses sin enloquecer [*s'affoler*].

En 2013, España deberá encontrar alrededor de 130 m.m. de euros para financiar sus déficits, rembolsar las deudas que vayan a vencer y pagar el importe de los intereses de su deuda. A corto plazo, España no está en peligro. Madrid no es Atenas.

Ahora bien, cuánto más tiempo pasa, más se degrada la atmósfera. Los expertos de Standard & Poor's estiman ahora que España está condenada a dos años, de recesión. El PIB bajará un 1,8 por ciento este año y un 1,4 en 2013. Imposible empujar una deuda en estas condiciones.

Los mercados corren el riesgo de alarmarse y de provocar un incremento de los tipos de interés de la deuda. Mal negocio: se calcula que un punto de interés suplementario encarece en 1,3 m.m. de euros el volumen de la deuda. Por otra parte, los empréstitos de ayer suscritos a tipos razonables serán substituidos a su vencimiento por préstamos más caros. España, pues, parece estar condenada a hundirse [*crouler*] bajo una deuda que progresará hasta 2014. Por lo menos.

Acudir a la ayuda europea aliviaría sin duda la situación de Madrid.

[...]

Financial Times de 28/9. Editorial: (*The many crises confronting Spain: Rajoy must build consensus – at home and abroad*)

[...]

Mariano Rajoy debe hacerse responsable de la situación en que se encuentra su país. Elegido por una mayoría absoluta, el primer ministro dispuso del capital político con el que conducir un país unido a través de la crisis. Pero en vez de esto, su gobierno ha llevado a cabo una política partidista, lo contrario de la política del consenso que se podía esperar.

Como resultado, Mariano Rajoy ha perdido apoyo en la calle, ha enojado a sus oponentes, ha decepcionado a sus partidarios, o a bastantes de ellos, y ha disgustado a sus consocios europeos. En una fase en la que la política parece tender a envenenarse y en que la perspectiva del desarrollo más bien retrocede, las decisiones del gobierno no pueden posponerse como está ocurriendo con alguna de las que no convendría retrasar más.

Annie Lowrey, en *International Herald Tribune* de 28/9: (*US recovery proves weaker than thought*)

La economía norteamericana creció a una tasa anual del 1,3 por ciento en el segundo trimestre, informó el Departamento de Comercio el jueves, menos de lo que había dicho antes.

Faltan, pues, 40 días para la fecha de las elecciones presidenciales, y la pregunta puede ser si la débil expansión puede tener algo que ver con los resultados electorales.

La revisión de la cifra citada —frente a la del 1,7 por ciento que se anunció en agosto— supone una nueva reducción de anteriores cifras: 2 por ciento en el primer trimestre de 2012 y del 3 por ciento en el último de 2011.

La revisión de la cifra del segundo trimestre ha sido por la alteración a la baja de los datos relativos a la cosecha agrícola, la peor de los últimos 50 años.

[...]

David Jolly y Raphael Minder en *International Herald Tribune* de 2/10: (*Grim jobless data darken shadows over Europe*)

Nuevos datos publicados el lunes dando cuenta de cifras de desempleo récord en la zona euro pusieron de manifiesto el daño infligido por el reducido nivel de la economía mundial y por los problemas que afligen a no pocos países que comparten el euro.

El paro en los 17 países de la eurozona alcanzó el 11,4 por ciento en agosto, según datos de Eurostat.

La oficina de estadística de la Unión Europea también revisó la cifra de junio y de julio, que alcanzó ya el 11,4 por ciento más elevada que la anterior algo más baja (11,3 por ciento), que había sido ya la más elevada desde la creación del euro en 1999.

La cifra de parados, comparada con la del 8,1 por ciento de Estados Unidos en agosto, sugiere que la recesión en Europa profundiza, a pesar de los persistentes esfuerzos de las autoridades políticas y financieras para mejorar la situación de la región.

El desempleo en Grecia y en España, en la actualidad, los dos países de la zona euro con más problemas, alcanzaron cifras récord en la zona, con perspectivas negativas para ambos con vistas al futuro inmediato.

En visita a Madrid, el lunes, Olli Rhen, el comisario europeo para asuntos monetarios, dijo que Europa estaba «preparada y deseosa» de actuar en respuesta a un posible rescate solicitado por España.

Para toda la eurozona, las tasas de paro para agosto de 2011 y 2012 son las siguientes:

	Agosto 2011	Agosto 2012
España	22 %	25,1 %
Grecia	17,2 %	24,4 %
Portugal	12,7 %	15,9 %
Irlanda	14,7 %	15 %
Eurozona	10,2 %	11,4 %
Francia	9,6 %	10,6 %
Italia	8,4 %	10,7 %
Gran Bretaña	8 %	8 %
Alemania	5,8 %	5,5 %

Fuente: Eurostat.

Brian Blackstone y Markus Walker, en *The Wall Street Journal* de 3/10: (*How Draghi Shifted the Course of Euro Crisis – ECB Chief Outmaneuvered Bundesbank President*)

Cuando Mario Draghi vio como los mercados de la eurozona se desintegraban a últimos de julio, dejó gravadas para la historia dos frases en el marco de un por lo demás rutinario discurso dirigido a los inversores de Londres, que, sin embargo, cambiaron el curso de tres años de crisis del euro.

«Según nuestro mandato, el Banco Central Europeo ha de estar preparado para preservar al euro», dijo el presidente del BCE. Y, créanme por lo que más quieran: «lo que haga el BCE bastará para salvar la moneda única».

El BCE se había resistido a utilizar su instrumento más poderoso: su prensa de imprimir, para acudir en auxilio de algunos gobiernos europeos agobiados por una crisis tenaz. El Bundesbank, el influyente banco central alemán, advirtió que las consecuencias de la propuesta de Draghi podrían ser pésimas. Ante esta advertencia, el italiano presidente del BCE hizo saber que desafiaría al primer accionista de su banco.

La pérdida de confianza de los inversores en la misma supervivencia del euro hizo difícil aceptar el plan de Draghi, hasta que este convenció a unos y a otros que no había más salida que su propuesta.

Al decidir crear dinero para comprar ilimitadamente deuda de los países con problemas, el BCE ha puesto en marcha la fase decisiva de la batalla de Europa para salvar el euro. Si el plan de Draghi no consigue estabilizar los mercados y ganar tiempo para que los países afectados por la crisis se recuperen, «nada más lo conseguirá» [*nothing else will*], dicen los economistas.

[...]

Melissa Eddy y Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 5/10: (*Progress has been significant in euro zone, ECB chief says*)

El presidente del Banco Central Europeo dio cuenta de una impresión cauta, pero favorable, de la situación de la zona euro el martes, precisando que los países de la misma con problemas habían llevado a cabo «progresos significativos» [*significant progress*] rehaciendo sus economías, y que el sistema bancario gozaba de una mejor situación [*was healthier*].

So, not so bad, el presidente, Mario Draghi dijo con un aire de aparente satisfacción, en una conferencia de prensa en Bled, cerca de la capital de Eslovenia, Liubiana, después de una reunión del Consejo de gobierno del banco.

Sin embargo, pensando tal vez que se había mostrado demasiado optimista y complaciente, Draghi añadió que la situación en la eurozona seguía con problemas [*tenuous*]. A principios de este año, Draghi había dicho que se había producido un cambio positivo en la evolución de la crisis, y que poco más tarde la situación volvió a empeorar de manera sensible.

«Debo expresar una nota de cautela», añadió Draghi en su conferencia. Debe contarse con los elementos imprevisibles [*volatility is still relatively high*], y los gobiernos deberán perseverar en su labor reformista.

Por lo demás, Draghi no anunció posibles nuevas medidas susceptibles de ser adoptadas por el BCE, pero sí dio cuenta de que el Consejo del banco había decidido dejar el tipo de interés en el 0,75 por ciento, lo que representa un mínimo récord.

[...]

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 8/10: (*Le quotidien El País sabre dans ses effectifs et veut réduire les salaires*)

El periódico español justifica estas medidas por una grave caída de sus ingresos.

Primer título de la prensa generalista española, el diario *El País* anunció, el viernes, 5 de octubre, un plan social que comprende salidas en pre retiradas, licenciamientos y una reducción de salarios. Según el comité de trabajadores, cerca de 150 personas, o sea un tercio de los 440 asalariados del periódico, se verían afectados por la medida. Sin embargo, el contenido formal del plan no será desvelado antes de mediados de octubre.

Juan Luis Cebrián, presidente de Prisa, primer grupo de comunicación español, propietario de *El País*, ha subrayado delante de los representantes del personal que el proceso será doloroso, pero inevitable, toda vez que la única manera de sobrevivir es tener

estructuras de costes que permitan mantener El País. «El periódico debe hacer frente a una grave caída de sus ingresos, resultado de la contracción del mercado publicitario y de la reducción de la difusión», se podía leer el viernes, en el espacio internet del diario.

En enero de 2011, Prisa, cuya deuda rondaba los cinco mil millones de euros, había anunciado su intención de suprimir 2.500 empleados, en España, en Portugal y en Iberoamérica, es decir, el 18 por ciento de sus efectivos. El caso es que su situación apenas mejoró después y, en el segundo trimestre del año en curso, el grupo todavía anunció una pérdida neta de 53 millones de euros.

Después de varios años de reducción de costes de funcionamiento y una reducción de la organización, *El País*, que había decidido en 2009 integrar sus redacciones en línea y papel, decidió suprimir varios cuadernos regionales. El viernes, el director del periódico, Javier Moreno, precisó que no pensaba hacer el mismo periódico con menos recursos, sino llevar a cabo una nueva transformación.

El plan social de *El País* no es un caso aparte. En España el sector de la prensa ha perdido más de 8.000 empleos desde el principio de la crisis, según la Federación de las Asociaciones de Periodistas Españoles (FAPE). A las dificultades de un modelo económico en mal estado por la llegada de Internet y que apenas ha encontrado una rentabilidad se añade al contexto de recesión.

Según los datos presentados durante la reunión entre dirección y representantes del personal de *El País*, la difusión de la prensa en España se ha reducido un 18 por ciento en cinco años, y los ingresos publicitarios un 53 por ciento. «Los efectos de la crisis en el sector periodístico continúan vaciando las redacciones a marchas forzadas», subrayaba en julio la FAPE.

En agosto, la televisión de la comunidad valenciana, RTVV, anunció el licenciamiento de 1.200 de los 1.600 asalariados. En febrero, el periódico *Público*, nacido en septiembre de 2007, cesó de imprimirse y, solo el espacio [*site*] iInternet se conservó después del licenciamiento de un centenar de periodistas, cerca del 80 por ciento de los efectivos. Un plan social se halla también en curso en el seno del segundo cotidiano de información general, *El Mundo*, que ha licenciado ya a un centenar de asalariados.

La situación es tanto más inquietante por que cada año, las numerosas universidades con facultades de periodismo dan nacimiento a 3.000 jóvenes diplomados.

C. I., en *Le Monde* de 7-8/10: (*L'Espagne se fait toujours attendre...*)

Los gallegos tienen la fama de ser los normandos de España. No se manifiestan jamás, no ofrecen nunca una línea clara, no abandonan la ambigüedad. En pocas palabras, «puede ser que sí, puede ser que no». Mariano Rajoy, el primer ministro español, es justamente gallego, y su actitud está siempre en el centro de todos los interrogantes de los mercados financieros.

En cada una de sus apariciones públicas se le hace la misma pregunta: ¿Cuándo se decidirá España a pedir la ayuda de sus consocios europeos? Oídos sordos. He ahí la respuesta de siempre, siempre. Todo lo que se puede esperar es que nada está decidido, que ninguna decisión es inminente. Su ministro de economía, Luis de Guindos, llegó incluso a decir, el 4 de octubre, que España no tenía ninguna necesidad de un plan de salvamento.

Estas largas esperas empiezan a inquietar a los mercados. Los economistas del banco Natixis denuncian «un juego peligroso». «Los gobiernos podrían muy bien dar muestras de impaciencia frente a las reticencias de España a solicitar la ayuda europea», según dichos economistas.

[...]

Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 10/10: (*ECB chief sees signs of life in euro economy. After years of pain, some signs of hope*)

El presidente del Banco Central Europeo, el martes, se unió a un pequeño pero creciente número de economistas según los cuales, aunque la eurozona todavía tiene grandes problemas económicos, aparecen síntomas de que dos años de dolorosos males están dando lugar a posibles recuperaciones.

Varios países, incluidos Italia, Portugal e incluso Grecia, han estado en condiciones de incrementar sus exportaciones. Los costes laborales han bajado en algunos de los países del bloque, lo que debería seguir traduciéndose en el incremento de sus ventas en el mercado global. Otra positiva señal reside en el hecho de que la salida de dinero de España cambió de signo en septiembre, lo que no ocurría desde mediados de 2011.

«Si la crisis de la eurozona termina algún día, será por que hay países que son capaces de salir del círculo vicioso creado por la recesión, la deuda y la austeridad», dijo Draghi. «El crecimiento económico se traduciría en mayores ingresos impositivos. Este sería otro gran paso en la buena dirección. Los gobiernos tendrían entonces una mejor posibilidad de liquidar sus deudas y se enfrentaría con una menor presión de disminuir el gasto», continuó diciendo Mario Draghi.

Ese día puede estar en un futuro lejano, pero algunos economistas han empezado a desafiar [*challenging*] la ortodoxia económica, que sostenía que los agonizantes países de la euro-

zona estaban condenados. Faltados de monedas nacionales que pudieran devaluar, según la sabiduría convencional, los países no podrían ser nunca competitivos sin infligir grandes penalidades a sus ciudadanos que invadirían las calles.

Los trabajadores han sufrido atrozmente, es verdad, y las protestas aquí y allá ilustran la magnitud de la frustración.

Datos más recientes, sin embargo, muestran que los costes salariales han disminuido ya lo suficiente en Irlanda, en España y en Portugal —no en Italia— para hacer posible en aquellos competir en precios con países más eficientes.

«Estamos viendo señales graduales de mejora de la competitividad», dijo Draghi.

Jamie Chrisholm, en *Financial Times* de 12/10: (*US jobless data boost investor sentiment*)

Las noticias según las cuáles las cifras de la última semana sobre el empleo norteamericano fueron las más bajas de los últimos cuatro años y medio se trasladaron inmediatamente a los mercados de acciones.

[...]

Financial Times de 13/10. Editorial: (*A price to honour European peace*)

Los jueces del Comité Nobel Noruego han mostrado a veces un sentido de la oportunidad poco usual cuando se trata de otorgar el premio anual de la Paz. En 2009, el Comité suscitó controversia cuando otorgó el premio a Barak Obama después de haber ocupado la presidencia de Estados Unidos menos de un año. Su decisión de conceder el premio a la Unión Europea provoca un debate similar al dar el premio a la Unión Europea en un momento tal vez poco oportuno, teniendo en cuenta los problemas de la deuda que promueven una crisis importante. Para muchos, la concesión del premio a la Unión Europea en este momento habrá causado sorpresa, dado que la imagen que ofrece la Unión Europea en estos instantes no es la de «paz».

Dicho esto, el caso es que el Comité Nobel contempla un amplísimo panorama de la historia de la Unión, por lo que habrán tenido la ocasión de evocar la paz en muchos instantes de la vida de la Unión Europea. La paz, la reconciliación, la democracia y los derechos humanos. Desde 1950, la integración económica de Europa ha sido una piedra fundamental de paz continental.

[...]

Le Monde de 14-15/10. Editorial: (*Un Prix Nobel de la paix amplement mérité*)

En estos tiempos de pesimismo en Europa, la concesión del premio Nobel de la Paz a la Unión Europea debe ser acogido con alegría. Se trata de un reconocimiento por el camino recorrido y un dar ánimo de cara al futuro.

El Comité Nobel saluda el proyecto político. Europa no es la suma de las graves dificultades económicas del momento. Es una voluntad política, la voluntad de fundar la paz sobre una comunidad de valores que no niega las naciones sino que las sublima.

[...]

Cynthia Lin y Nicole Hong, en *The Wall Street Journal* de 15/10: (*Upside of Spain's Downgrade*)

Para algunos inversores que poseen bonos españoles, las malas noticias pueden parecer buenas noticias.

La degradación de dos muescas por Standard & Poor's de la calificación de deuda española, la dejó a un nivel sobre basura [*junk*]. Pero en lugar de provocar ventas, los bonos españoles acabaron la semana al alza, llegando a un 5,608 por ciento.

[...]

Hugo Dixon, en *International Herald Tribune* de 15/10: (*Why Spain hesitates to ask for help?*)

[...]

Antes de ir a Madrid, recientemente, creía que un orgullo fuera de lugar era la principal razón por la que Rajoy no pidiera ayuda. Esto y el deseo de esperar a conocer el resultado de las elecciones de Galicia, que deben celebrarse a finales de este mes. Pero luego he visto que ambas cosas podrían ser razones menores, y que las dos principales causas son la falta de claridad sobre lo que el Banco Central Europeo hará y el temor de que Alemania bloquee [*will block*] el rescate.

¿El BCE quiere únicamente limitar [*to cap*] la compra de los bonos españoles a 10 años a alrededor del actual nivel del 5,7 por ciento? ¿O en cambio desea que bajen hasta, v.g. el 4,5 por ciento? ¿Rajoy no le ha preguntado a Mario Draghi, el presidente del BCE? Pero aunque lo hiciera, no obtendría una respuesta clara. Pero tal vez consiguiera alguna indicación.

¹ Hugo Dixon es el fundador y editor de Reuters Breakingviews.

Lo importante es Berlín. La iniciativa del BCE de comprar bonos depende de que Madrid y otros gobiernos de la eurozona se pongan de acuerdo sobre un programa paralelo. Desgraciadamente, Alemania ha estado diciendo que Madrid no necesita ayuda. Esto parece ser debido principalmente al hecho de que la cancillera Angela Merkel no desea tener que defender otro programa en el Bundestag solo tres meses después que los legisladores tuvieran que aprobar un mega loan para los bancos españoles. El sentimiento, en Alemania, hacia los rescates en general y particularmente para el programa de la compra de bonos por el BCE es extraordinariamente negativo.

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 16/10: (*Lettre d'Espagne: De l'huile sur le feu catalan*)

¿Habrán un independentista catalán infiltrado en el gobierno español? ¿Cómo explicar, si no, las recientes declaraciones del ministro de educación, José Ignacio Wert, quién afirmó, el 10 de octubre, ante el Congreso de Diputados, que hacía falta españolizar a los alumnos catalanes?

Como podía esperarse, las críticas han llegado de todas partes contra un proyecto educativo que se propondría el adoctrinamiento de los jóvenes catalanes, según los independentistas de Esquerra Republicana de Catalunya, ERC.

[...]

¿Por qué el ministro Wert ha derramado aceite sobre el fuego de un debate independentista de por sí ardiente? La respuesta se halla, sin duda, en la pasión irracional que envuelve la cuestión.

[...]

Landon Thomas Jr., en *International Herald Tribune* de 16/10: (*Spain risks paying more as it delays aid request*)

Se ha convertido en la versión española de Godoy: Esperando a Rajoy.

Por diversas razones, el primer ministro español, Mariano Rajoy, ha diferido el programa de ayuda financiera que Europa ha confeccionado para servir a las necesidades de España. Pero muchos economistas, analistas y ejecutivos empresariales en Madrid se muestran más y más preocupados por los costes de un mayor retraso.

Todos ellos advierten que esperar la recepción de ayuda y la incertidumbre que la espera engendra amenazan con empeorar la recesión económica en curso. Por otra parte, se dice, este

aplazamiento podría incrementar el coste de la ayuda si esta ha de ser concedida en un contexto de crisis.

Mientras los costes de la deuda de España permanezcan por debajo del 6 por ciento, como ha sido el caso desde que el Banco Central Europeo dijo que compraría bonos españoles si España se lo pedía, Rajoy aparenta que no existen razones para apresurarse. Pero la disminución de la calificación de España por Standard & Poor's la semana pasada ha puesto todavía más de manifiesto la fragilidad de las finanzas del país.

[...]

Ben Casselman y Ann Zimmerman, en *The Wall Street Journal* de 16/10: (*US Consumers Boost Economy*)

Los norteamericanos aflojaron los cordones de sus bolsas en septiembre, incrementando el gasto de todo, desde iPhones hasta comidas en los restaurantes, en la más reciente señal de que la economía consumista se fortalece, incluso teniendo en cuenta que otros sectores se debilitan.

[...]

Sara Sjolín y Michele Maatouk, en *The Wall Street Journal* de 18/10: (*Spain Helps Push Markets Higher*)

España condujo otra vez el miércoles el bus del mercado de valores en la medida en que los inversores celebraron la

decisión de Moody's Investors Service de mantener su grado *investment-grade*, unido a señales de que el país pedirá pronto un rescate.

El índice de referencia IBEX-35 subió un 2,4 por ciento, situándose en 8.128,20 puntos, y el Stox Europe 600 lo hizo un 0,5 por ciento (275,66).

Los bonos españoles también reaccionaron, hasta hacer retroceder los rendimientos 0,32 puntos porcentuales, el nivel más bajo desde principios de abril, según la plataforma Tradeweb.

«Moody's ha sido positivo, y esto ha sorprendido a los inversores. La mayor parte de los agentes esperaba una degradación hasta el nivel *junk*, y esto habría supuesto un impacto todavía mayor, ya que España habría perdido su clasificación *investment-grade*», dijo un senior economista europeo de RBC Capital Markets.

El euro también se benefició de esa evolución de la situación, cotizándose al término de la jornada del miércoles en Nueva York a 1,3130 frente al dólar.

En Madrid, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria subió un 5,6 por ciento; el Banco Popular Español un 6,1 por ciento y el Banco Santander un 3,2 por ciento.

Las subidas fueron generales en todas las bolsas y otros mercados.

[...]

De los test de estrés al banco malo: pasos fundamentales en la resolución de la crisis bancaria

Santiago Carbó Valverde*

Francisco Rodríguez Fernández**

1. Introducción

Este artículo continúa una serie en los últimos números de *Cuadernos de Información Económica* que tienen el propósito de realizar un seguimiento y análisis de la fase de resolución de la crisis bancaria en España. En esta ocasión, el análisis se ocupa de dos aspectos fundamentales en este proceso, como son la evaluación de las necesidades de capital a escala bancaria desarrolladas en los llamados test de estrés y la creación de la sociedad a la que se transferirán buena parte de los activos deteriorados del sector, el (mal) llamado «banco malo».

Un buen punto de partida para ver cómo se están desarrollando estos elementos de resolución es la misión que, entre el 15 y el 26 de octubre, ha mantenido un equipo de personal técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI). Se trata de la primera misión de seguimiento que se corresponde con su función de supervisión prevista en el Memorando de Entendimiento (*MoU*, por sus siglas en inglés) del rescate bancario para España suscrito el 20 de julio de 2012. Esta misión se ha coordinado con las labores igualmente de supervisión del proceso desarrolladas por el Banco Central Europeo y la Comisión Europea. El pasado 26 de octubre, el FMI publicó unas breves conclusiones preliminares de esta misión que, entre otros aspectos, hacen especial mención tanto a los test de estrés como a la sociedad de gestión de activos. Entre estas conclusiones se destaca que:

— Se han logrado «avances importantes en la reforma del sector financiero» y «cumplido todos los plazos establecidos en el *MoU*».

— Se alerta de que aunque las condiciones de mercado han mejorado para los bancos españoles, buena parte de esa mejora se basa en la expectativa de una aplicación del programa OMT de compra de deuda del BCE. Y, por extensión —aunque esto no se menciona en el informe— a una solicitud de un programa de ayuda/rescate para España.

— Se considera que las pruebas de esfuerzo individuales realizadas en los bancos españoles han sido «técnicamente robustas y constituyen una base sólida para identificar a los bancos subcapitalizados». Al tiempo, se recuerda que, tal como ya está previsto en el memorando de entendimiento, es preciso compensar rápidamente los déficit de capital, aplicar los nuevos instrumentos de distribución de la carga (costes asumidos por los bonistas) y se habla incluso de «liquidar los bancos no viables tan pronto como sea posible». En este punto, el FMI, al igual que el BCE o la CE, vienen insistiendo en que su ratificación del proceso de evaluación (pruebas de esfuerzo) está basada en el convencimiento respecto a su robustez.

— También hace mención a la Sociedad de Gestión de Activos (SAREB) dejando entrever las duras negociaciones que ha implicado y la existencia de un acuerdo en los principales aspectos. Indica también que «será necesario poner mucho empeño para que esté en pleno funcionamiento dentro del plazo previsto de finales de noviembre». Y muestra la preocupación por la forma en que pueda desarrollarse el equilibrio entre gestión y propiedad en

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

el SAREB, al señalar que «es importante asegurar que las estructuras de incentivos sean adecuadas, especialmente para la independencia de la administración de la sociedad y la gestión eficaz de los activos transferidos».

En los dos próximos apartados de este artículo se analizan esos dos grandes elementos recientes que son las pruebas de esfuerzo individuales y el SAREB. Asimismo, se ofrecen unas conclusiones sobre algunos desafíos pendientes.

2. Las pruebas de esfuerzo individuales: análisis de los resultados presentados el 28 de septiembre de 2012

Las pruebas de estrés presentadas el 28 de septiembre de 2012 dan respuesta a una de las demandas que venían realizándose, ya de largo, respecto a la magnitud del deterioro de activos en el sector bancario español. Estas pruebas ofrecen estimación de las necesidades de capital a escala individual. Dicho proceso se enmarca dentro de los compromisos asumidos en julio con el Eurogrupo para la concesión de la asistencia financiera para la reestructuración y recapitalización del sector bancario. Estos acuerdos están reflejados en el Memorando de Entendimiento (*MoU*).

Es importante destacar que estas necesidades de capital identificadas no representan la cifra final de ayuda pública a la banca. Esta ayuda podría ser inferior, pues se determinará de forma definitiva una vez tenidas en cuenta las medidas previstas en los planes de recapitalización enviados al Banco de España por las entidades obligadas a ello. Estos planes pueden contemplar medidas desde las propias entidades para reducir ese déficit de capital sin tener que acudir (en todo o en parte) a la ayuda pública. En este sentido, se espera que, al menos a medio plazo, la ayuda pública requerida se situará muy por debajo de los 100.000 millones de euros de la línea de crédito acordada con el Eurogrupo el pasado 9 de junio de 2012.

En este ejercicio participaron los catorce principales grupos bancarios españoles (una vez considerados los procesos de integración actualmente en marcha), que representan alrededor del 90% de los activos del sector bancario español. El cuadro 1 muestra los resultados individuales para los grupos bancarios analizados en los escenarios base y adverso. En el entorno macroeconómico base se asumen una caída del PIB de 1,7% en 2012, de 0,3% en 2013 y un crecimiento del 0,3% en 2014. En el entorno adverso, las caídas se acentúan hasta 4,1%, 2,8%

y 0,2% para 2012, 2013 y 2014, respectivamente. Las caídas de precios de la vivienda estimadas en el escenario adverso son del 19,9%, 4,5% y 2%, respectivamente. En este escenario, como muestra el cuadro 1, las necesidades de capital del conjunto del sector se estiman en 53.745 millones de euros, mientras que en el base solo alcanzarían los 25.898 millones de euros. En el escenario adverso, las necesidades de capital aparecerían en siete entidades, mientras que en el base lo harían solo en cinco.

Tras el ejercicio *top-down* realizado el pasado mes de julio para el conjunto del sector, estas pruebas de esfuerzo de septiembre de 2012 representan el análisis *bottom-up* para la estimación de la situación individual de cada una de las catorce entidades analizadas. Esta segunda fase de trabajo se encargó a la consultora Oliver Wyman y, en las fases iniciales contó también con la participación de Deloitte, PwC, Ernst & Young y KPMG.

Partiendo de los resultados de la prueba de resistencia, las entidades se han podido clasificar según los cuatro grupos que preveía el *MoU* como:

- El Grupo 0 estará formado por los bancos en los que no se haya detectado déficit de capital: Santander, BBVA, CaixaBank, Banco Sabadell, Kutxabank, Unicaja (considerando la combinación de negocios con CEISS) y Bankinter.

- El Grupo 1 lo componen los bancos en los que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) tiene ya una participación en su capital (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia).

- El Grupo 2 incluye a los bancos con déficit de capital, según la prueba de resistencia, y que no puedan afrontar dicho déficit de forma privada y sin ayuda estatal. Esta circunstancia será evaluada por el Banco de España durante los meses de octubre y noviembre de 2012.

- El Grupo 3 estará integrado por los bancos con déficit de capital pero que, a juicio de las instituciones supervisoras, cuenten con planes fiables de recapitalización y puedan afrontar dicho déficit sin recurrir a la ayuda del Estado.

En cuanto a las apreciaciones que pueden realizarse respecto a estas pruebas de esfuerzo, es necesario señalar que, desde un punto de vista estrictamente metodológico, son probablemente las pruebas de esfuerzo más exigentes desarrolladas en Europa hasta la fecha. En particular, por el grado de detalle del análisis y por la consideración de un amplio conjunto de activos (totalidad de la cartera crediticia) y no solo de parte de ellos (los inmobiliarios) como se había hecho hasta la fecha en las pruebas de esfuerzo coordinadas con la Autoridad Bancaria Europea.

Cuadro 1

**RESULTADOS DE LOS TEST DE ESTRÉS CONSIDERANDO ESCENARIO BASE Y ESCENARIO ADVERSO:
NECESIDADES DE CAPITAL**
(Millones de euros)

Escenario base		Escenario adverso	
Bankia-BFA	-13.230	Bankia-BFA	-24.743
Catalunyabank	-6.488	Catalunyabank	-10.825
NCG Banco	-3.966	NCG Banco	-7.176
Banco de Valencia	-1.846	Banco de Valencia	-3.462
BMN	-368	Popular	-3.223
Bankinter	393	BMN	-2.208
Ibercaja+Caja3+Liberbank	492	Ibercaja+Caja3+Liberbank	-2.108
Popular	677	Unicaja+CEISS	128
Unicaja+CEISS	1.300	Bankinter	399
Kutxabank	3.132	Sabadell+CAM	915
Sabadell+CAM	3.321	Kutxabank	2.188
Caixabank+Cívica	9.421	Caixabank+Cívica	5.720
BBVA	10.945	BBVA	11.183
Grupo Santander	19.181	Grupo Santander	25.297
Total sistema	-25.898	Total sistema	-53.745

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

Otro aspecto fundamental que debe considerarse en relación a estas pruebas es que han contado con una supervisión y aval final explícito del Banco Central Europeo, de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional, y con la colaboración de un número elevado de auditores independientes que han ratificado los resultados de estas pruebas.

En todo caso, como cualquier ejercicio de estimación, no está exento de críticas. Algunas de ellas se refieren a los aspectos metodológicos. Por ejemplo, sería deseable conocer cómo se han considerado (como se afirma en los documentos de soporte de los test) aspectos como las refinanciaciones y su impacto sobre el riesgo de la cartera crediticia. También sería conveniente aclarar en mayor medida cómo se han clasificado los activos y si algunos préstamos a constructoras o a promotores aparecen en clasificaciones de otros tipos de empresas.

Por otra parte, los escenarios considerados son duros para las carteras de crédito sobre las que el deterioro ha sido mayor y es preciso recordar que también han sido estas las que más provisiones han obligado a dotar. Sin

embargo, tal vez en otras carteras de cuantía aún mayor, las pérdidas estimadas podrían ser más elevadas si la economía no se recupera pronto, como es el caso de hipotecas o créditos a pymes. En todo caso, el ejercicio incorpora información bastante sustancial sobre las pérdidas y su capacidad de absorción a escala individual, de indudable valor para los inversores.

Tampoco puede olvidarse la capacidad de absorción de pérdidas que reflejan los test. Las entidades financieras españolas han hecho un esfuerzo muy importante en materia de provisiones y, a pesar de las necesidades que salen a la luz, ese esfuerzo debería tenerse muy en cuenta.

3. La Sociedad de Gestión de Activos del Proceso de Reestructuración Bancaria (SAREB)

El 30 de octubre, a la entrega de este artículo a edición, y a falta del texto legal que crea la llamada Sociedad de

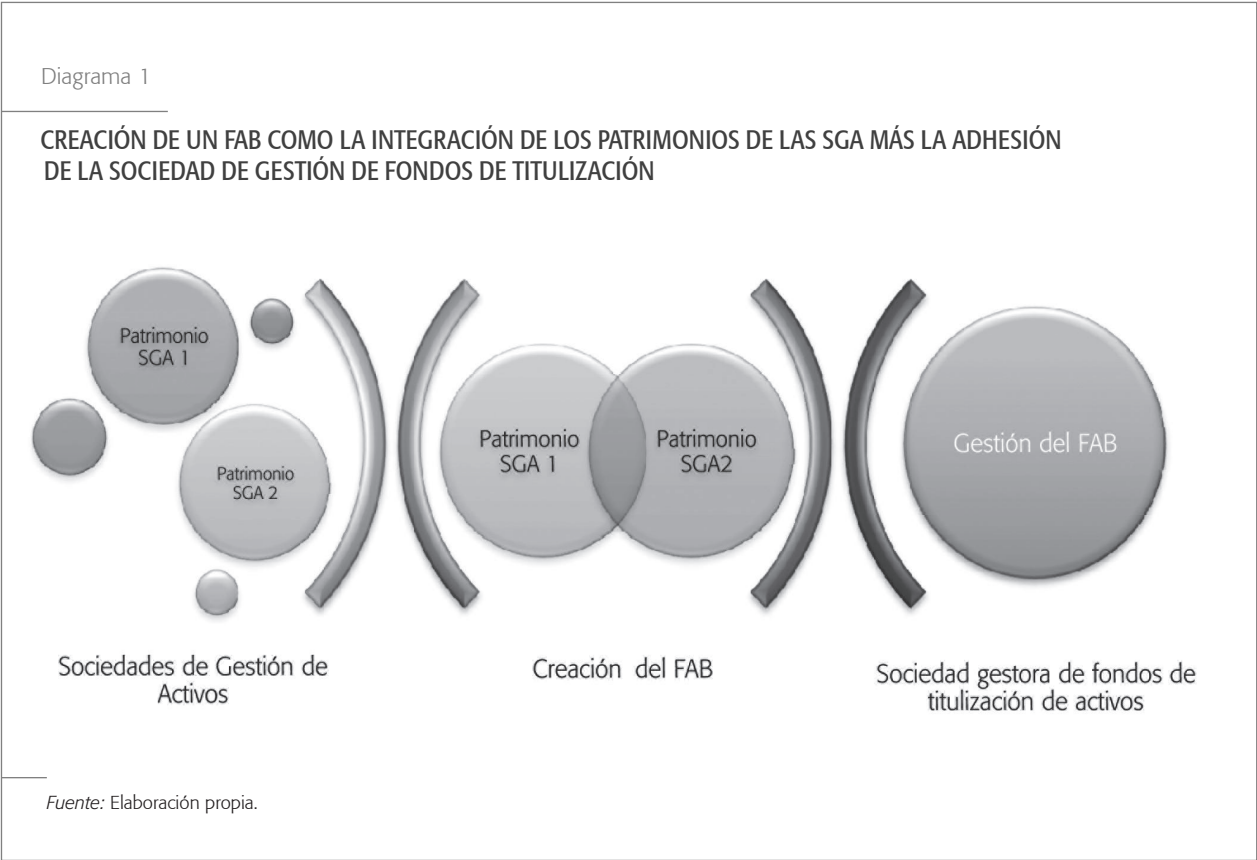
Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (en adelante, SAREB), habían sido presentados por el FROB un amplio conjunto de detalles de esta sociedad.

Como estaba previsto en el RD-I 23/2012, el FROB podrá obligar a las entidades de crédito, y a cualquier sociedad que forme parte de su grupo económico, a transmitir a la SAREB activos especialmente dañados o cuya permanencia en el balance de la entidad se considere perjudicial para su viabilidad. Para la transmisión de los activos se tendrán en cuenta criterios cualitativos y cuantitativos basados en la naturaleza del activo y la actividad que financia o se le relaciona. También se distingue entre créditos clasificados como normales, subestándar, dudosos por razón de la morosidad del cliente, dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente, o como activos en suspenso regularizados, de acuerdo con las circulares del Banco de España a tal efecto.

Como punto de partida para explicar cómo funcionará la SAREB es preciso señalar que se trata de una sociedad patrimonial compuesta por un conjunto de fondos, tratados como patrimonios separados. Los patrimonios separados recibirán la denominación de Fondos de Activos Bancarios (FAB en adelante). En el diagrama 1 se muestra cómo una vez que los patrimonios de la sociedad de ges-

ción de activos (SGA en el diagrama) se han clasificado según su tipología pueden agruparse según criterios de homogeneidad en los FAB y cada uno de ellos es tratado como una sociedad gestora de fondos de titulización de activos.

La gestión y representación de los FAB estará necesariamente encomendada, de modo exclusivo y reservado, a una sociedad gestora de fondos de titulización de activos. En el activo de los FAB se incluirán los activos transmitidos, directa o indirectamente, por una sociedad de gestión de activos, así como otros activos adquiridos por subrogación o transformación de los anteriores, el efectivo, los depósitos a la vista y a plazo en entidades de crédito y los valores de renta fija admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. En el pasivo de cada FAB se integrarán los pasivos que le transfiera una sociedad de gestión de activos, los valores que emitan, los préstamos que reciban y las aportaciones de inversores institucionales. Es importante señalar que los FAB podrán fusionarse o escindirse a uno nuevo o ya existente con parte o la totalidad de su patrimonio y, si es preciso, se procederá a su disolución. El FROB constituirá la SAREB como una sociedad anónima. La SAREB se constituirá por un período de tiempo limitado, a determinar en sus estatutos, que no podrá ser superior a quince años. El diagrama 2 resume el conjunto de activos que serán transmisibles a la SAREB, formado, principal-



mente por bienes inmuebles y derechos de crédito, aunque potencialmente podrían incluirse otros activos como participaciones en otras sociedades o hipotecas, créditos al consumo y a pymes.

En la presentación desarrollada por el FROB el 29 de octubre de 2012 se dieron a conocer otros detalles importantes respecto a la SAREB, tanto en lo que respecta a su organización como sociedad, como en lo que se refiere a los precios de transferencia de los activos y las previsiones de funcionamiento y rentabilidad de la sociedad.

En cuanto al gobierno corporativo, la SAREB está sujeta a la Ley de Sociedades de Capital para las sociedades anónimas y tendrá un Consejo de Administración con un mínimo de cinco y un máximo de quince miembros, y al menos una tercera parte independientes, un Comité de Auditoría y Comité de Retribuciones y Nombramientos, con mayoría de independientes. También contará con Comités de

dirección, de riesgos, de inversiones, y de activos y pasivos. Finalmente, tendrá también una Comisión de Seguimiento, con representación del Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Hacienda y AA.PP., Banco de España y CNMV.

En lo que respecta a la estructura financiera, la SAREB contará con recursos propios de aproximadamente un 8% del volumen de activos totales. Se espera que en el capital haya una participación no mayoritaria del FROB y otra mayoritaria que corresponderá a inversores privados. También se estima que una parte de los recursos propios podría estar instrumentada mediante bonos subordinados.

Por otro lado, en cuanto a la transferencia de activos y sus precios, en una primera fase se traspasarán los activos de los bancos clasificados en el grupo 1 señalado anteriormente. Se traspasarán los activos adjudicados inmo-

Diagrama 2

RESUMEN DE LOS ACTIVOS TRANSFERIBLES A LA SAREB CLASIFICADOS POR GRUPOS

1. Bienes inmuebles que figuren en el balance de las instituciones de crédito

- Activos adjudicados relacionados con la financiación del suelo.
- Activos de más de un año mantenidos en balance.
- Activos mantenidos como inversión inmobiliaria o como existencias clasificadas por el Banco de España.

2. Derechos de crédito que figuren en el balance de las entidades de crédito o sociedad de su grupo (sociedades inmobiliarias)

- Préstamos para la financiación del suelo o promoción inmobiliaria.
- Préstamos a las sociedades del sector inmobiliario.
- Préstamos o crédito garantizados por sociedades del sector inmobiliario o sociedades vinculadas a ellas.
- Préstamos garantizados mediante valores representativos de deuda emitidos por sociedades del sector inmobiliario.
- Préstamos participativos concedidos a sociedades inmobiliarias.

3. Instrumentos representativos del capital social de otras entidades

Acciones, participaciones sociales o aportaciones al capital de sociedades del sector inmobiliario o de sociedades vinculadas a ellas que, de forma directa o indirecta, permitan a la entidad de crédito o a cualquier otra entidad de su grupo.

Acciones, participaciones sociales o aportaciones al capital de sociedades en las que participen personas físicas o jurídicas frente a las que la entidad de crédito o cualquier otra entidad de su grupo ostente alguno o algunos de los derechos de crédito previstos anteriormente.

4. El FROB podrá ordenar la transferencia obligatoria de créditos al consumo de pymes, o créditos garantizados de hipotecas, u otros activos, siempre que se encuentren deteriorados o que su permanencia en el balance ponga en peligro la viabilidad de la entidad.

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

biliarios cuyo valor neto contable sea superior a 100.000 euros y los préstamos cuyo valor neto contable sea superior a 250.000 euros. También se traspasarán las participaciones accionariales de control vinculadas al sector promotor. El volumen de activos a transferir teniendo en cuenta solo la parte correspondiente a las entidades del grupo 1 se estima en 45.000 millones de euros, que en cualquier caso aumentará una vez que se incorporen los activos de las entidades que queden clasificadas en el grupo 2 en 2013. Se establece un tope para los activos de la SAREB de 90.000 millones de euros.

Para los precios de transferencia se tendrá en cuenta el valor económico real de los activos y los ajustes adicionales por tipo de activos como consecuencia de la transmisión a la SAREB (adquisición en bloque de activos, cobertura de determinados riesgos de la SAREB, consideración de determinados gastos que estaban soportados por las cuentas de resultados de las entidades y que ahora deberán ser asumidos por la sociedad, perspectivas de desinversión de los activos transferidos a la misma,...). Los precios de transferencia para los préstamos se estima que incorporen un descuento medio del 45,6% sobre el valor, siendo del 32,4% en los préstamos sobre vivienda terminada, del 40,3% en aquellos sobre obra en curso, del 53,6% en los de suelo urbano, del 56,6% en los préstamos sobre otro suelo, del 33,8% en los de otros con garantía real y del 67,6% en otros sin garantía real. En cuanto a los activos adjudicados, el descuento medio es del 63,1%, con un 54,2% en vivienda nueva, un 63,2% en promociones en curso y un 79,5% en suelo.

Según el FROB, la sociedad contará con una rentabilidad esperada sobre el capital (RoE) en torno al 14-15% en un escenario conservador y la sociedad contará con las siguientes fuentes de financiación:

- Deuda senior avalada por el Estado, que emitirá la SAREB como contrapartida a los activos recibidos de los bancos, y
- Deuda subordinada y capital ordinario suscritos por inversores privados y por el FROB.

4. Conclusiones

En este artículo se han presentado los principales resultados de las pruebas de esfuerzo individuales realizadas para el sector bancario español en septiembre de 2012, así como los elementos más relevantes del llamado «banco malo» o sociedad de gestión de activos, a la que finalmente se ha denominado SAREB.

Estos dos elementos, relacionados entre sí, constituyen dos ingredientes fundamentales en el proceso de resolución de la crisis bancaria en España. En lo que respecta a los test de estrés, aun cuando puedan establecerse algunas críticas respecto a su metodología, es necesario también considerar que se trata de las pruebas más completas y ambiciosas realizadas en el sector bancario europeo y que, no obstante, cuentan con el visto bueno del Banco Central Europeo, de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional. En todo caso, las pérdidas y las necesidades de capital estimadas serán condicionales en el devenir macroeconómico y si este persiste, es previsible pensar que otras categorías de activos que hasta el momento no han constituido una gran preocupación (como hipotecas o préstamos a pymes) pueden suponer esfuerzos adicionales para el sector.

En cuanto a la sociedad de gestión de activos, SAREB, cuenta con un esquema completo de todos los elementos que pueden exigirse a una institución de este tipo. Los precios de transferencia, además, han ido más allá de lo que se suponía en el Real Decreto-ley 24/2012 de 31 de agosto, en un esfuerzo orientado a atraer inversores hacia esta sociedad. Por supuesto, está por ver si será suficiente para atraer a este proceso a los agentes financieros de importancia estratégica. En todo caso, la experiencia histórica reciente sobre bancos malos sugiere que la implantación y gestión son elementos esenciales. Por lo tanto, las primeras etapas en las que se definan aspectos como la relación entre propiedad y gestión, la variedad de inversores o la capacidad de gestión y recuperación de valor, serán fundamentales. Mucho más, al tratarse de una institución de gran dimensión y complejidad, con potencialidades, pero también con riesgos importantes.

Mercados financieros segmentados

David Cano Martínez*

1. Introducción

Son varios los elementos que hacen especialmente compleja la labor de gestionar carteras de inversión en activos financieros. Por un lado, la disparidad en la posición cíclica de los distintos bloques económicos. Coexisten países como EEUU, que con un crecimiento promedio del 2% de su PIB en los últimos tres años ha recuperado todo lo perdido durante la Gran Recesión, con otros, como Japón, que está inmerso en su particular recuperación tras los desastres naturales y el accidente nuclear de marzo de 2011, o como el Área euro, donde la caída del PIB no es homogénea por países, como tampoco lo son las exigencias de reducción del déficit público (cuadro 1). La dispar posición cíclica se plasma en una evolución, también diferente, de los beneficios empresariales, situación que se acrecienta cuando el análisis se profundiza hasta un enfoque sectorial. Pero es más, la presencia de los bancos centrales, con sus distintas modalidades de política monetaria no convencional, supone un elemento de distorsión sobre las cotizaciones de un buen número de activos, alguno de ellos con impacto sobre el resto, como es el caso de las referencias de deuda pública.

2. Análisis de los niveles de rentabilidad de la deuda pública de los países núcleo

Como es sabido, desde el inicio de la Gran Recesión los tipos de interés de las referencias de deuda pública

* Socio de AFI y Director General de AFI, Inversiones Financieras Globales, EAFI.

Cuadro 1

CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI

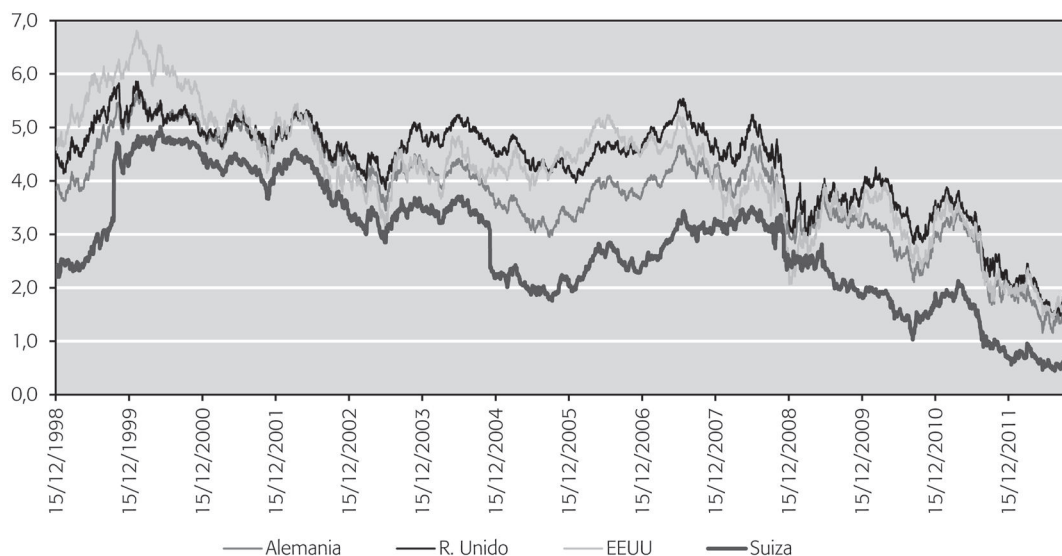
Crecimiento anual del PIB (%)	Previsiones FMI	
	2012	2013
Grecia	-6,0	-4,0
España	-1,5	-1,3
Brasil	1,5	4,0
India	4,9	6,0
Área euro	-0,4	0,2
Alemania	0,9	0,9
Francia	0,1	0,4
Italia	-2,3	-0,7
Japón	2,2	1,2
Reino Unido	-0,4	1,1
China	7,8	8,2
México	3,8	3,5
EEUU	2,2	2,1
Rusia	3,7	3,8

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

han dibujado una tendencia a la baja. En un primer momento, como respuesta del incremento de la aversión al riesgo de los inversores, fenómeno del que se beneficiaron la práctica totalidad de emisores soberanos de los países desarrollados. En una segunda etapa, los niveles de rentabilidad siguieron cayendo como consecuencia de las rebajas de tipos de interés decididas por los bancos centrales, en un momento en el que algunos emisores soberanos comenzaron a ser penalizados por los inversores (en forma de aumentos de diferenciales). Una tercera

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD A 10 AÑOS DE EEUU, R. UNIDO, SUIZA Y ALEMANIA



Fuente: Bloomberg.

fase de la tendencia a la baja de las TIR se enmarca en la implantación de políticas monetarias no convencionales por parte de la Fed (*Quantitative Easing* y *Twist*), del BCE (CBPP 1, CBPP 2 y, especialmente, SMP¹) y de otros bancos centrales. Los países con calificación AAA, pero no solo ellos, dado que es extensible a EEUU y, en menor medida, a Francia², han gozado de una reducción de los tipos de interés con un aplanamiento de pendiente hasta casos extremos como es el hecho de ofrecer rentabilidades negativas. La característica adicional de esta tercera etapa es la intensa ampliación de diferenciales de los denominados países periféricos de la UME, hasta alcanzar niveles históricos. Nos encontramos, por tanto, con un mercado de deuda pública fragmentado, con emisores ofreciendo unos niveles de rentabilidad muy por debajo de lo que se puede justificar, aun en un escenario de escaso crecimiento y de ausencia de inflación, con otros que remuneran a tasas superiores a lo que justifican sus niveles de deuda pública en relación con el PIB (gráficos 1 y 2).

¿Tiene sentido asumir posiciones compradoras en referencias de deuda pública como las de EEUU, Alemania, Suiza o Reino Unido, cuyos niveles de rentabilidad son inferiores a las expectativas de inflación al plazo equivalente? Parece difícil de justificar.

¹ A la espera de que se active la OMT.

² Tanto Francia como EEUU son AA+ según S&P.

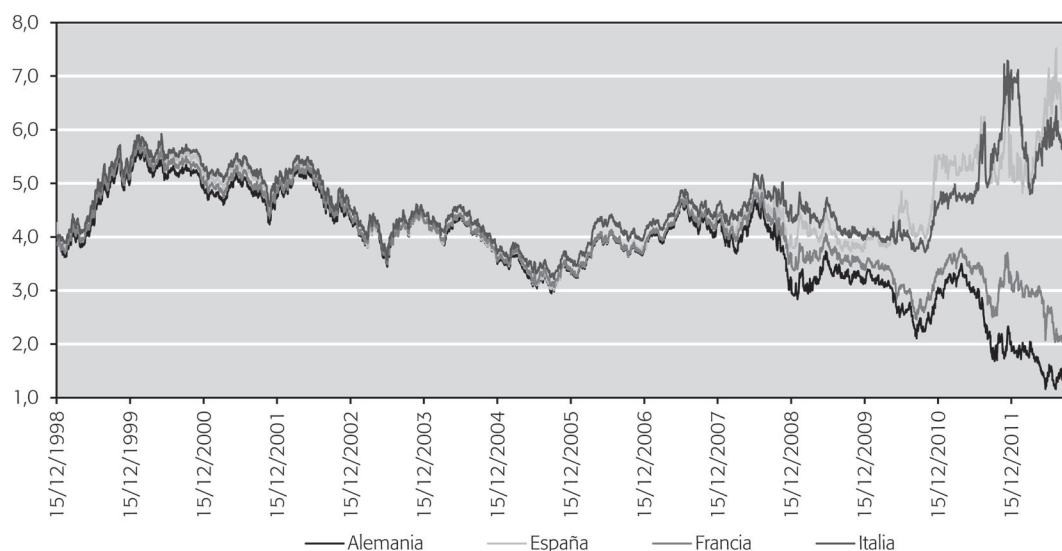
3. Renta fija privada: también el dispar del riesgo de crédito remunera de forma diferencial

Si antes hacíamos alusión a que las diferencias en el riesgo de crédito percibido entre emisores soberanos lleva a una ampliación de los tipos de interés, posiblemente excesivo en cuantía, al menos en algunos casos, situación similar se observa en el mercado de renta fija privada. Así, los *spreads* de emisores corporativos con grado de inversión se han relajado de forma muy intensa lo que, unido a los mínimos de los tipos *swap*, provoca que las rentabilidades se sitúen en media, y para un plazo de cinco años, entre el 2% y el 2,5% (gráfico 3). Es decir, en línea con las previsiones de inflación. Sin duda, una muestra más de que optar por activos percibidos como seguros implica conseguir rentabilidades muy bajas, demasiado, si tenemos en cuenta que, incluso en horizontes temporales de inversión largos (5-10 años) se situarán, previsiblemente, por debajo de la inflación.

De forma similar a lo que decíamos para la renta fija pública, asumir riesgo de crédito implica conseguir una mayor rentabilidad, en un *yield pick up* que en nuestra opinión más que compensa las superiores probabilidades de impago de estos emisores. Así, diferenciales del orden de los 600/700 puntos básicos (pb) implica una rentabilidad en el entorno del 8% anual para el próximo lustro, en un contexto en el que, esta vez, las empresas no están

Gráfico 2

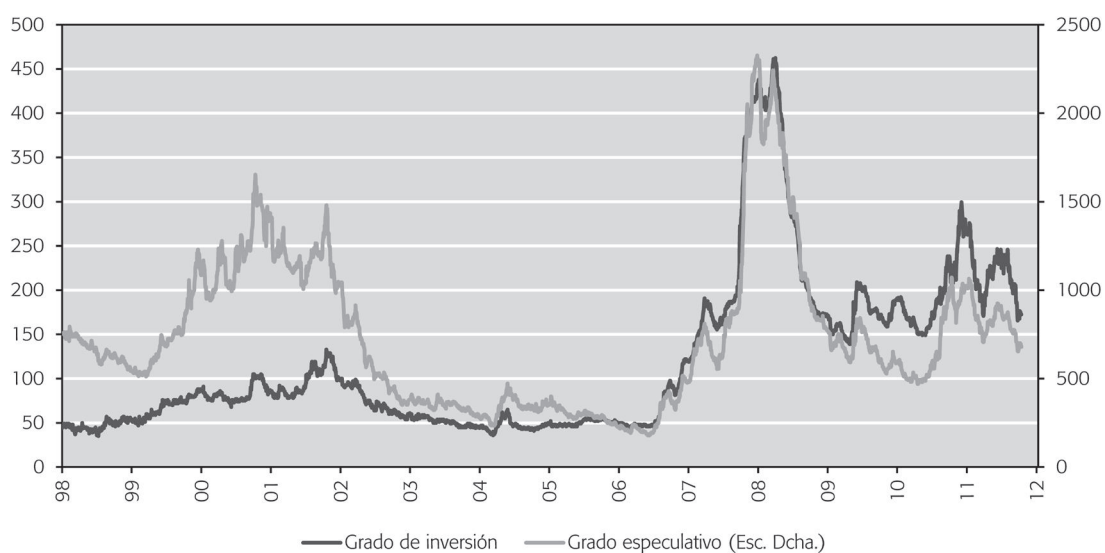
EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD A 10 AÑOS DE ALEMANIA, FRANCIA, ITALIA Y ESPAÑA



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD DE LA RENTA FIJA PRIVADA: GRADO DE INVERSIÓN FRENTE A GRADO ESPECULATIVO



Fuente: Bloomberg.

obligadas al desapalancamiento, en claro contraste con lo observado en el año 2000. Las previsiones apuntan a una tasa de impago del orden del 2,5% para el segmento corporativo «grado especulativo», compatible con un ciclo económico mundial de escaso crecimiento, pero no de recesión. Una reducida probabilidad de impago que convive con un diferencial superior a lo justificable, lo que provoca que la renta fija *high yield* sea uno de los activos con mejores perspectivas de revalorización para los próximos meses. Y no solo en términos de rentabilidad, sino también de volatilidad, tal y como se ha observado en los últimos meses. Así, en el gráfico 4 se puede observar cómo esta tipología de activo financiero ha mostrado una gran capacidad de recuperación desde los mínimos de finales de 2008 en una tendencia alcista con muy poca volatilidad.

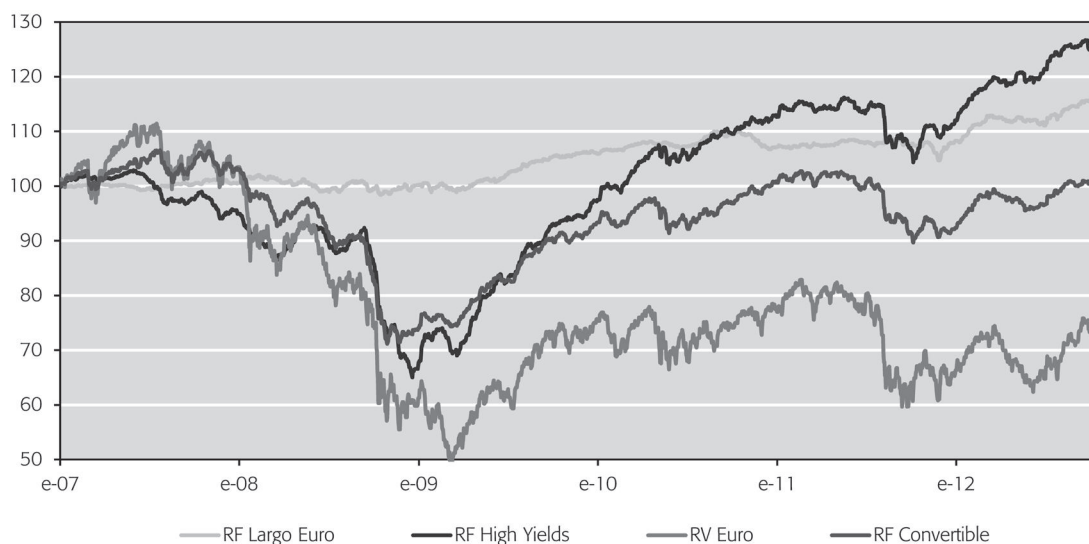
términos proporcionales, esté experimentando una mayor reducción de su variabilidad. En 2012 presenta una volatilidad del 4,7%, frente al 8,3% de media histórica o el 9,1% registrado durante la crisis financiera.

Y esta menor volatilidad está siendo compatible con una importante revalorización, como se pone de manifiesto en el gráfico 4, en el que se comprueba el claro mejor comportamiento relativo de este activo frente a otros como la renta variable o la renta fija convertible.

Y es que los emisores «emergentes» han continuado gozando de una reducción de los diferenciales, persistiendo así, salvo la leve excepción de finales de 2011, la tendencia a la compresión iniciada en marzo de 2009 cuando

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN: RENTA FIJA LARGO EURO, RENTA VARIABLE EURO Y RENTA FIJA *HIGH YIELD* (BASE 100: 31 DE DICIEMBRE DE 2006)



Fuente: Afi.

El cuadro 2 recoge las volatilidades históricas para distintas ventanas muestrales, pudiéndose comprobar que la que está soportando en 2012 la renta fija *high yield* es de apenas un 3,6%, muy por debajo de la media histórica³ (4,5%). En general, este año está siendo de «reducida volatilidad», dado que la práctica totalidad de activos financieros están sufriendo un riesgo de mercado menor que los promedios históricos. Tal vez sea la renta fija emitida por los tesoros de los países emergentes la que, en

³ Desde 1999.

los inversores se dieron cuenta de que el *decoupling* no solo era posible sino el escenario más probable (gráfico 5). La mejora gradual y casi constante de las calificaciones crediticias de estos países en los últimos meses, hasta observar una suerte de convergencia (cuadro 3), otra clave que explica la excelente evolución de la renta fija de países emergentes. Un activo que, ahora, se sitúa en un grado medio de riesgo, entre los emisores AAA y los corporativos *high yield* y la rentabilidad que ofrecen, en línea con este hecho.

Cuadro 2

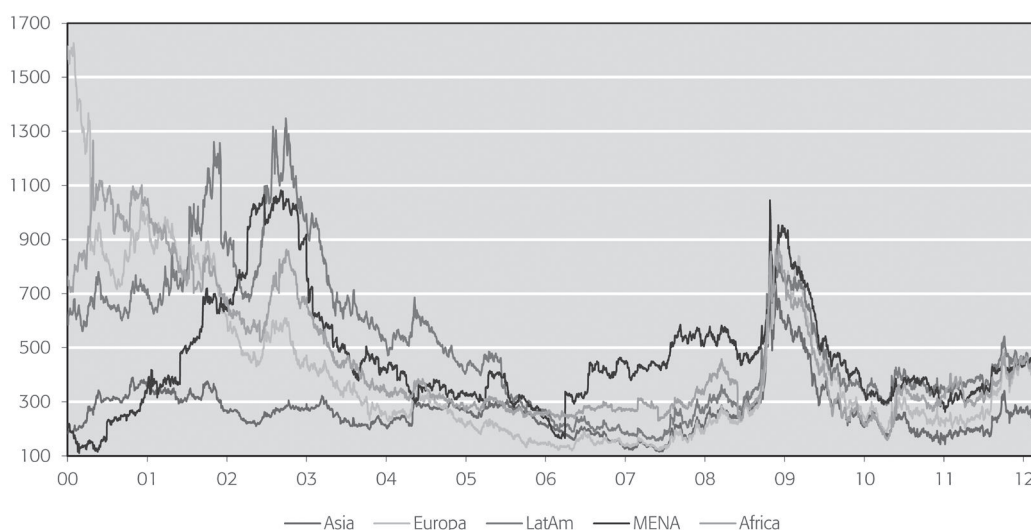
VOLATILIDADES HISTÓRICAS DE ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN EN DISTINTAS VENTANAS TEMPORALES

	2003-2006	Jul07- Mar 09	Jun 09 - May 11	May 11 - Nov 11	2012	1999-2012
Monetarios EUR	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%
Monetarios USD	10,4%	12,9%	10,2%	11,0%	7,5%	10,2%
Monetarios Intern.	7,8%	6,4%	6,1%	9,3%	3,6%	5,4%
RF Corto	0,7%	0,4%	0,4%	0,8%	1,3%	0,5%
RF Largo	2,3%	2,4%	1,7%	2,5%	2,4%	1,7%
RF HY	4,9%	7,2%	4,0%	5,8%	3,6%	4,5%
RF Emergente	6,1%	9,1%	6,0%	6,3%	4,7%	8,3%
RF Convertible	5,3%	7,4%	4,4%	6,3%	3,9%	5,2%
RF Mixta Euro	4,5%	4,9%	3,5%	5,6%	4,2%	3,6%
RV Mixta Euro	11,5%	13,3%	9,0%	14,3%	8,9%	9,0%
Gestión Global	6,4%	7,5%	4,7%	7,8%	4,1%	5,5%
Renta Variable	21,5%	24,2%	16,0%	27,0%	15,8%	16,6%
Euro	21,5%	24,2%	16,0%	27,0%	15,8%	16,6%
EEUU	15,8%	23,8%	11,7%	19,4%	8,8%	15,4%
Japón	16,8%	23,4%	15,2%	14,9%	9,6%	17,7%
Emergentes	16,0%	27,4%	13,3%	18,8%	10,7%	16,5%
Ret. Abs. Cons.	0,8%	0,9%	0,6%	1,0%	0,7%	1,9%
Gestión Alternativa	2,1%	3,0%	1,6%	2,4%	1,3%	2,3%
Materias primas	12,9%	16,7%	13,2%	13,6%	10,1%	13,6%

Fuente: Afi.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LOS EMBI SPREADS



Fuente: JP Morgan.

Cuadro 3

RATING S&P

	S&P									
	AAA	ALEMANIA	FINLANDIA	HOLANDA	AUSTRALIA	HONG KONG	SINGAPUR	R.UNIDO	CANADÁ	SUIZA
Grado de inversión	AA+	EEUU	FRANCIA	AUSTRIA						
	AA	KUWAIT	QATAR	N. ZELANDA	BÉLGICA					
	AA-	TAIWÁN	CHINA	ESTONIA	JAPÓN	CHEQUIA				
	A+	CHILE	ISRAEL	COREA SUR						
	A	ESLOVAQUIA	ESLOVENIA							
	A-	POLONIA	BOTSWANA	MALASIA	MALTA					
	BBB+	IRLANDIA	ITALIA	TAILANDIA	KAZAJSTÁN					
	BBB	BULGARIA	LITUANIA	BAHREIN	MÉXICO	PERÚ	RUSIA	PANAMÁ	SUDÁFRICA	BRASIL
	BBB-	INDIA	COLOMBIA	MARRUECOS	CROACIA	ISLANDIA	URUGUAY	ESPAÑA	LETONIA	AZERBAIJÁN
	BB+	INDONESIA	RUMANÍA	HUNGRÍA	COSTA RICA	FILIPINAS				
Grado especulativo	BB	GUATEMALA	TURQUÍA		PORTUGAL					
	BB-	EL SALVADOR	VIETNAM	PARAGUAY	GEORGIA	MONGOLIA	BOLIVIA			
	B+	UCRANIA	HONDURAS	REP. DOMINIC.	VENEZUELA					
	B	ARGENTINA	ECUADOR	LÍBANO	BOSNIA&HER.	EGIPTO	CHIPRE			
	B-	JAMAICA								
	CCC	GRECIA								
	SD	BELICE								

* También son AAA Dinamarca, Noruega, Suecia, Luxemburgo, Liechtenstein, Isla de Man y Guernsey

Fuente: Bloomberg.

4. Los beneficios empresariales como factor director de la renta variable

Tras encadenar tres años de crecimiento del PIB al 2,0%, EEUU no solo ha conseguido poner fin a su particular Gran Recesión, sino que desde el tercer trimestre de 2011 ha situado el tamaño de su economía en una cifra nunca antes vista⁴ (gráfico 6). Como reflejo de ello, también el beneficio por acción (BPA) de las empresas que cotizan en el S&P 500 ha recuperado las cotas vigentes antes del inicio de la crisis (gráfico 7). Cierto es que con una dispar composición sectorial (el sector financiero aporta sensiblemente en menor cuantía, mientras que son los sectores vinculados con la tecnología los grandes protagonistas), pero, a efectos de explicar la evolución del mercado bursátil estadounidense, lo razonable es utilizar el agregado.

Parece razonable que con un BPA en máximos, los índices bursátiles se sitúen también en máximos. Pero, como es sabido, no siempre es así (tanto en los momentos de euforia como de pánico, cuando los desajustes son importantes). El gran elemento de contraste lo encontramos con la situación del año 2000. Entonces, el S&P 500 también cotizaba en la zona de los 1.400/1.500 puntos, ipero el BPA era menos de un 50% del actual! (gráfico 7). Esta

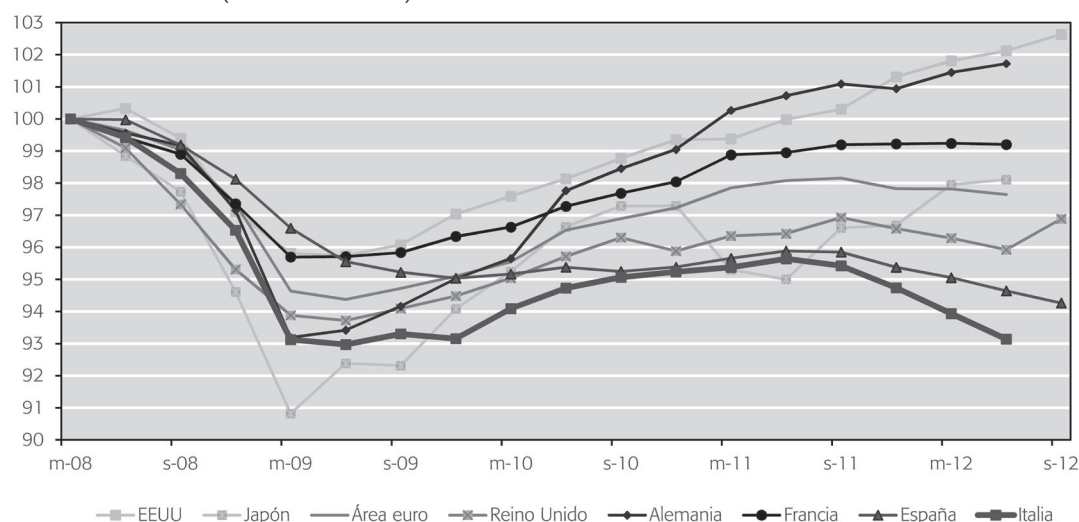
⁴ 16 billones de USD.

disparidad entre cotizaciones y BPA se plasmaba muy bien en el PER: entonces llegó a ser de 30 veces, un nivel que refleja la euforia del momento. Ahora se pagan 13 USD por cada USD de BPA (gráficos 8 y 9), un nivel mucho más razonable para una economía en expansión. El S&P 500 tuvo que purgar entre 2000 y 2003 no solo la caída del BPA sino, en mayor medida, la sobrevaloración relativa. En 2007-2009, como ahora veremos, lo que se tuvo que ajustar no fue tanto el exceso de la valoración relativa sino la intensísima caída de los beneficios empresariales.

Para el debate queda por ver cómo el precio de las acciones evoluciona en línea con el indicador «más fundamental de los analistas fundamentales», el BPA. La sincronización que se observa en el gráfico 7 es un buen reflejo de lo que se está comprando cuando se adquieren acciones. Solo una objeción: sería deseable que, más allá del BPA actual, el mercado pagara por expectativas sobre BPA futuro. Pero quedémonos, una vez más, con las lecciones que nos aporta la historia. Entre ellas, la burbuja de 2000, cuando las cotizaciones se revalorizaban a un ritmo mucho más rápido que los beneficios. Otra lección es el «orden» del período alcista 2003-2007. Es cierto que las alzas bursátiles fueron muy significativas, pero no menos importantes fueron las elevaciones del BPA; cosa distinta es la crisis económica que vino después, es decir, la corrección bursátil de 2008 se debió a una caída del PIB, y con ello del BPA y no a la necesidad de purgar excesos de valoración (ver en el gráfico 8 y 9 cómo el PER

Gráfico 6

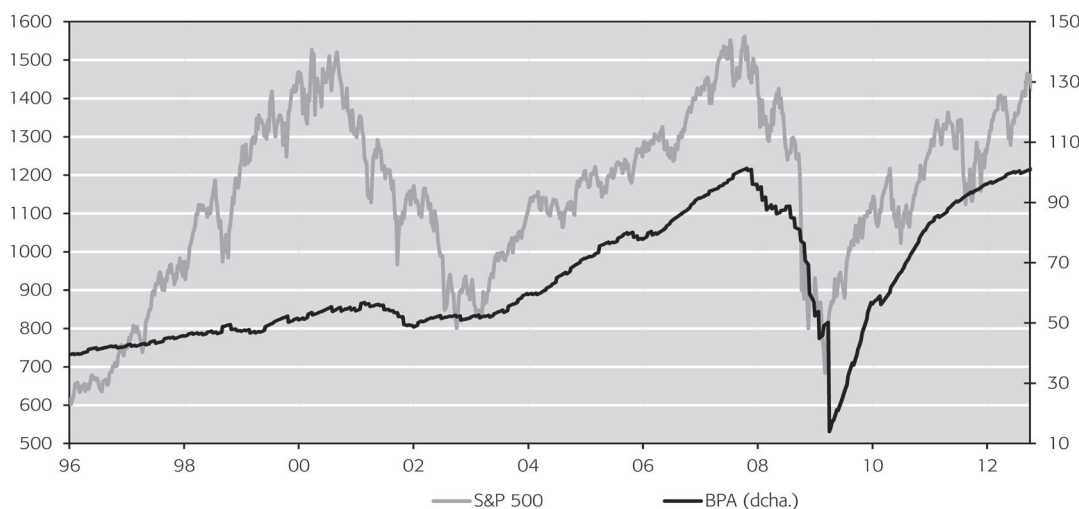
EVOLUCIÓN DEL PIB (BASE 100: 1T2008)



Fuente: FactSet.

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DEL S&P 500 Y DEL BPA



Fuente: FactSet.

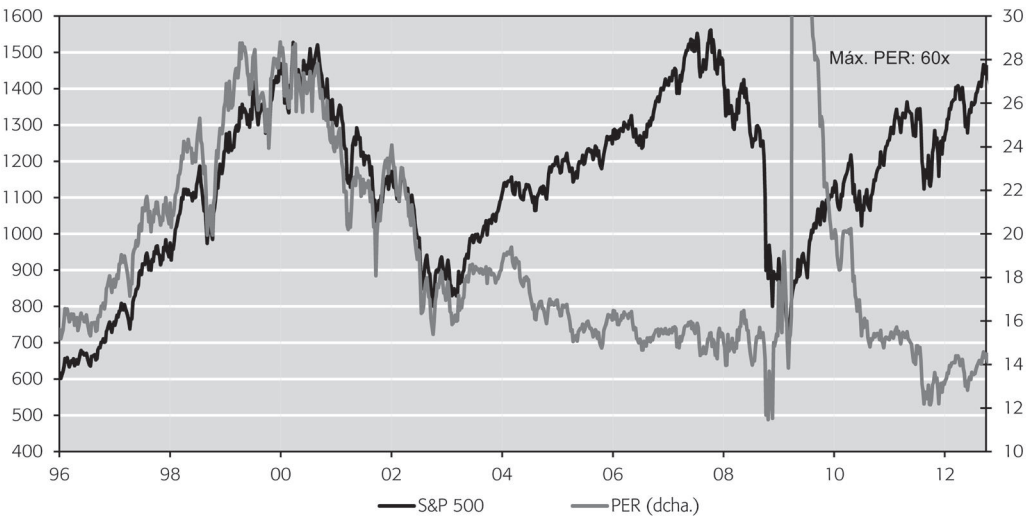
estuvo cayendo en el período alcista de 2003-2008)⁵. El período actual también ofrece señales de «orden», por cuanto no ha habido expansión de múltiplos de valoración y toda la revalorización del S&P 500 está vinculada a las alzas del BPA.

⁵ Otro debate es si el mercado debió haber anticipado la intensa recesión económica de 2008/2009. Está claro que no lo hizo, lo cual refuerza una de mis ideas clave: «el mercado paga lo que ve».

En definitiva, la renta variable estadounidense está «correctamente valorada». Su principal apoyo es, sin duda, un ciclo económico y de beneficios que se han situado en máximos históricos, en claro contraste con lo que se observa en el Área Euro (gráfico 10). Surge aquí el eterno dilema a la hora de gestionar inversiones financieras. ¿Comprar renta variable de EEUU ante las señales positivas que emergen desde la «macro» o comprar renta variable euro porque

Gráfico 8

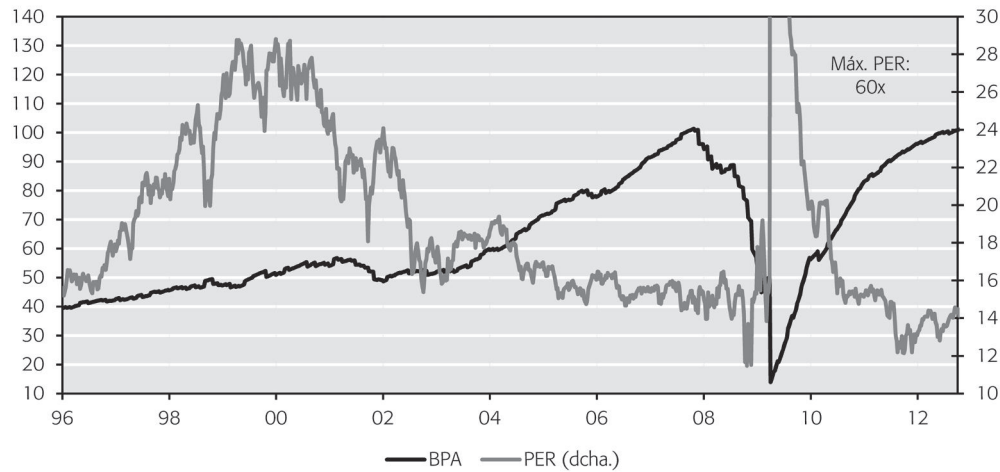
EVOLUCIÓN DEL S&P 500 Y DEL PER



Fuente: FactSet.

Gráfico 9

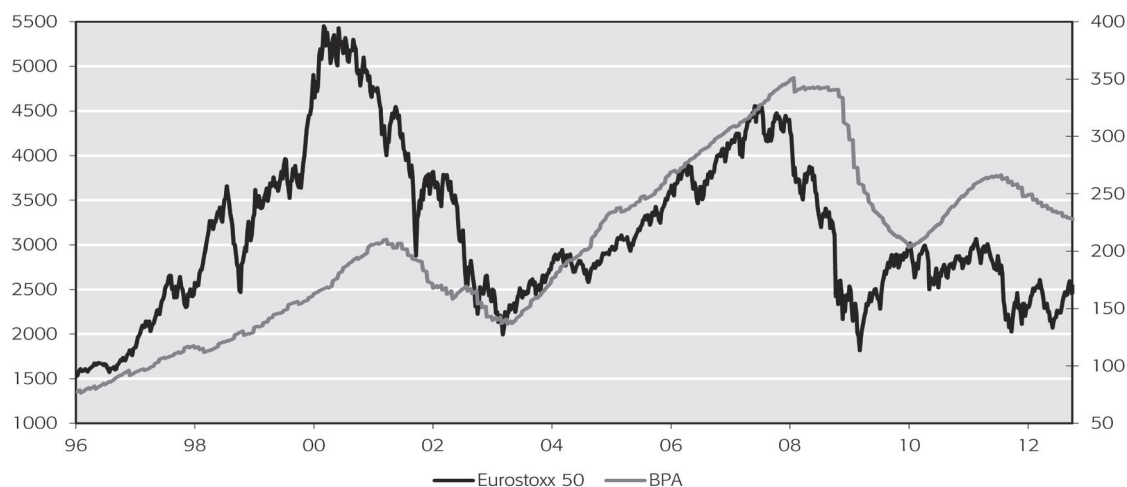
EVOLUCIÓN DEL BPA Y DEL PER DEL S&P 500



Fuente: FactSet.

Gráfico 10

EVOLUCIÓN DEL EUROSTOXX 50 Y DEL BPA



Fuente: FactSet.

será la que experimente un mejor comportamiento futuro, cuando la «macro» mejore?

Conclusiones

A la hora de gestionar inversiones financieras, a la tradicional complejidad se le suma una dispar posición cíclica de las distintas economías, así como importantes

diferencias de valoración, no solo entre activos financieros, sino dentro de cada uno de ellos. La presencia activa de los bancos centrales, así como la existencia de «riesgos de cola» distorsionan los precios de los diferentes *asset class*. Solo en la volatilidad realizada se encuentra un factor más favorable respecto a lo observado durante la Gran Recesión, y es que ciertos activos presentan una variabilidad en sus precios menos intensa, incluso, que los promedios históricos.

«Bancos Malos»: experiencias internacionales y el caso español

Alfonso García Mora*

Enrique Martín*

1. Introducción: Las razones existentes para crear bancos malos

Cinco años después del comienzo de la crisis global con mayores repercusiones de los últimos ochenta años, muchos países aún se encuentran inmersos en la búsqueda de soluciones para poder hacer frente a uno de los principales problemas de la crisis actual: concretamente, la existencia de un número importante de «activos tóxicos» dentro del sector bancario. Incluso admitiendo el hecho de que los factores subyacentes a la existencia de las burbujas inmobiliarias en Estados Unidos, Irlanda, el Reino Unido y España fueron muy diferentes en su naturaleza, y teniendo en cuenta que el análisis de la situación individual de cada país exige la incorporación de factores idiosincráticos individuales, sí podemos hablar de ciertos factores comunes a estas economías, como: la acumulación de viviendas sin vender, construcciones inmobiliarias que aún no se han terminado, y préstamos hipotecarios que hoy en día son inasumibles para mucha gente.

Todos estos asuntos pendientes en el mercado inmobiliario cobran mayor relevancia cuando analizamos el enorme efecto colateral que este sector ejerce sobre el sector económico y financiero de un país. En todos los países indicados, aunque seguramente en mucho mayor grado en los casos de España e Irlanda, la relación existente entre la financiación de viviendas y el sector bancario se fue estrechando según avanzaba el período de auge económico. El efecto de «bancarización» de estas economías, el rápido endeudamiento de los hogares y de los constructores, que

se financiaban exclusivamente de los bancos, además de una dependencia en aumento de estos bancos respecto de la financiación al por mayor, nos ayudan a explicar y comprender la magnitud y evolución de estos ejemplos concretos que vamos a analizar. En España, el panorama en diciembre de 2008 era un fiel reflejo de la situación que hemos comentado. Al estallar la burbuja, los balances de los bancos reflejaban una gran cantidad de activos inmobiliarios e hipotecarios, que venían a representar entre el 20 y el 30% de toda la cartera de préstamos del país¹.

Conforme el ciclo económico iba empeorando, la compra de vivienda fue disminuyendo a la vez que el índice de morosidad de los promotores, que comenzaban a verse incapaces de devolver los préstamos recibidos, aumentaba de forma considerable. Paralelamente a las repercusiones directas que este hecho conllevó, el deterioro de la economía condujo a un aumento significativo del desempleo, lo cual tuvo un impacto negativo especial en aquellos hogares que soportaban un porcentaje elevado de sus ingresos destinados al pago de la deuda con el banco. Como consecuencia de todo ello, en diciembre de 2011, el 20% de los activos en posesión del sector bancario suponían préstamos de dudoso cobro o viviendas recuperadas tras embargos (Berges 2012).

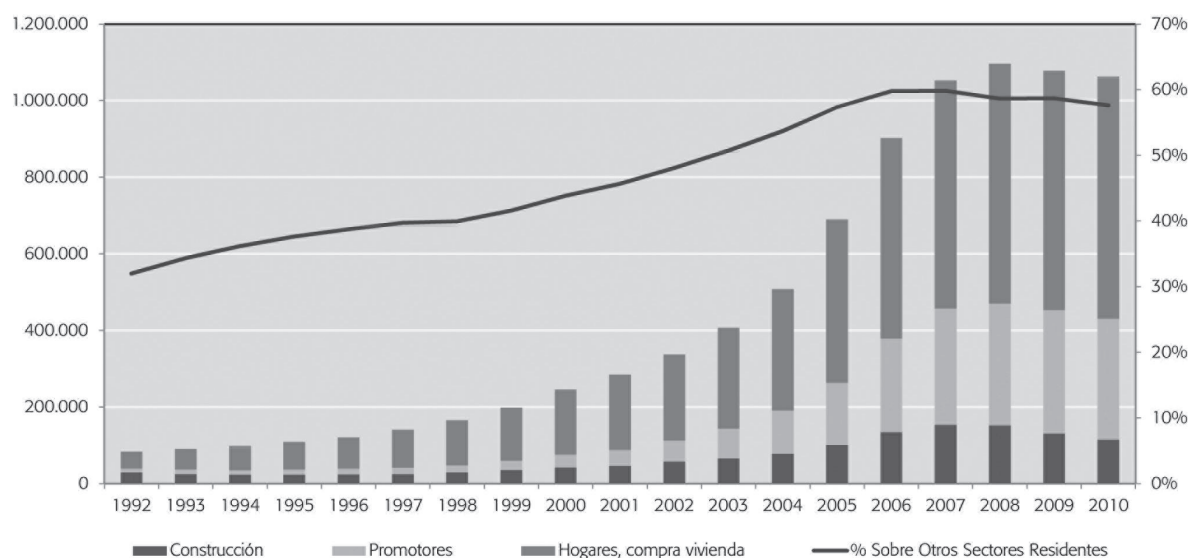
Mientras que en algunas economías (por ejemplo, la de Estados Unidos) la exposición al sector inmobiliario e hipotecario se centraba fundamentalmente en inversiones realizadas en valores garantizados por hipotecas, además de en otros productos estructurales que conllevaban

¹ Para obtener un análisis detallado de la burbuja inmobiliaria española, las causas y sus consecuencias, véase Berges y García Mora (2008) y García Mora (2010).

* Socios de Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

DESGLOSE DE LA CARTERA DE VALORES DE LOS BANCOS ESPAÑOLES



Fuentes: Afi y Banco de España.

una exposición subyacente al sector inmobiliario, en el caso español se trató más bien de una exposición directa al crédito hipotecario y de los promotores inmobiliarios. Esta definición diferenciada de lo que son activos tóxicos según el país, juega un papel determinante en los planes de recuperación que se implementarían *a posteriori* en cada uno de estos países. Un aspecto común a todas las soluciones que se planteaban era una percepción compartida de que estas economías habían de reconocer enormes pérdidas eventuales en los préstamos concedidos a promotores y de tipo hipotecario. No obstante, mientras que en el caso de los países con «activos tóxicos con valor de mercado» las repercusiones sobre la economía fueron inmediatas y transparentes, en aquellos países con una exposición mayor al crédito (representada por su «valor contable»), el reconocimiento de la necesidad de acometer una rebaja sustancial en los precios exigiría más tiempo para su puesta en práctica. A consecuencia de todo ello, y aunque el objetivo final de estos planes era permitir una rápida reestructuración de las instituciones financieras con el fin de facilitar el mantenimiento de la integridad de los sistemas de pago, al mismo tiempo que se facilitaban planes de resolución ordenada o de quiebra, este proceso ha ido desarrollándose con diferentes plazos y duración de tiempo.

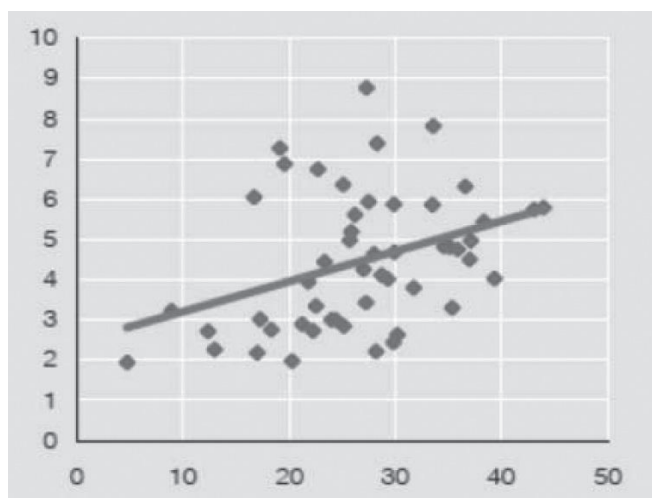
En ambos casos, una de las soluciones más populares que se adoptaron para hacer frente a este problema

fue la creación del denominado «banco malo» o de una sociedad de gestión de activos (SGA). El «banco malo» fue concebido como un medio para sanear los balances permitiendo a los bancos deshacerse de sus activos más problemáticos y de este modo convertirse en un «banco bueno». Aunque han ido desarrollándose muchos procesos diferentes, dependiendo en cada caso del tamaño de la entidad bancaria, del marco legal existente, de los activos que deben ser transferidos, de la estructura financiera, etc.; y teniendo en cuenta además el hecho de que no existen dos casos similares en el mundo, sí podemos resumir todas las iniciativas adoptadas en dos tipos diferentes. En primer lugar, aquellas soluciones específicas en las que el banco «enfermo» divide su negocio en un banco bueno y otro malo, y en segundo lugar, la solución adoptada de forma general por la cual un gobierno crea un gran banco malo y otro gran número de «bancos enfermos», transfiriendo sus «activos tóxicos» hacia el gran banco malo².

² En Hauck-Neyer-Vieten (2011) podemos encontrar una teoría analítica sobre los distintos planes para la creación de un banco malo: o una venta directa de activos tóxicos a un banco malo estatal o un acuerdo de recompra entre el banco malo y el banco original. En él se concluye que, aunque ambos planes pueden llegar a restablecer la estabilidad y evitar así una crisis crediticia, una venta directa resultaría menos costosa para los contribuyentes que un acuerdo de recompra solamente en el caso de que el pago por la transmisión de activos fuera suficientemente bajo.

Gráfico 2

RELACIÓN EXISTENTE ENTRE LA PROPORCIÓN DE PRÉSTAMOS A CONSTRUCTORES Y PROMOTORES INMOBILIARIOS EN LA CARTERA (% EJE X) Y PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO (% EJE Y), JUNIO DE 2009



Fuente: Banco de España.

Los bancos malos pueden diferir de forma considerable en su constitución, dependiendo de muchos factores de distinta naturaleza. A modo de ejemplo, hemos de considerar al menos siete aspectos generales:

- El número de contribuyentes que participan en la transmisión de activos.
- El propio carácter de la transferencia de activos (obligatoria o voluntaria).
- El marco legal vigente: bancos, SPV, Fondos, etcétera.
- El tipo de activos que van a ser transferidos: préstamos hipotecarios, préstamos a promotores inmobiliarios, viviendas recuperadas tras impago del crédito y otros activos y pasivos.
- La estructura de capital: capital público a privado.
- La estructura financiera: la existencia de bonos con garantía pública.
- La metodología de fijación de precios por la que se rige la transferencia de activos: su valor nominal o contable frente a su valor de mercado, además de los posibles descuentos aplicados.

2. Experiencias internacionales: algunos ejemplos recientes

La creación de bancos malos no es un factor genuinamente nuevo atribuido a esta crisis. En la historia más reciente, podemos encontrar numerosos ejemplos de países que han optado por crear un «banco malo» con el fin de encontrar soluciones para diversos tipos de crisis bancaria. Las respuestas a este problema son varias y abarcan desde los primeros planes que se implementaron a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa en Estados Unidos, como respuesta a la crisis de las entidades de ahorro y préstamo y el llamado *resolution trust* (creando una entidad pública que tomó a su cargo los activos inmobiliarios), o a Alemania, donde se puso en práctica los «*equalization claims*» en la zona de Alemania Oriental, o el propio caso sueco a mediados de los noventa. En este análisis vamos a centrarnos en seis casos que han tenido lugar recientemente.

Uno de ellos a los que más se ha hecho referencia durante esta crisis, sirviendo como ejemplo de solución con éxito, ha sido el plan sueco que se adoptó en 1995, que consiguió sin ninguna duda minimizar los costes para las arcas públicas, además de reducir los plazos de tiempo necesarios para eliminar los activos tóxicos. En cualquier caso, existen factores exógenos con una influencia que se extiende más allá de las medidas implementadas y que

han de ser considerados a la hora de juzgar la efectividad o no de este plan. En verdad, a finales de la década de los noventa, tanto la economía mundial como la Unión Monetaria Europea disfrutaban de uno de los ciclos económicos más dinámicos y favorables de las últimas décadas, con efectos reconocibles importantes en los sectores inmobiliarios y bancarios de Suecia. Esta situación difiere de forma clara de la actual coyuntura económica, así como de la enorme diferencia existente entre la oferta y la demanda real de adquisición de vivienda. En el caso sueco, el gobierno no optó por crear un único banco malo. En un principio, todas las instituciones financieras implicadas crearon, de forma voluntaria, su propia SGA (sociedad de gestión de activos). Securum, probablemente el caso más conocido, fue creado por Nordbanken, que llegó a gestionar un total de ocho mil millones de euros. Su estructura financiera estaba compuesta por un 25% de capital proveniente del Tesoro público, además de aportaciones financieras del banco central. Los activos fueron transferidos según su valor nominal. Debido al hecho de que Nordbanken era un banco público, la metodología de evaluación empleada, sumado al debate que se generó sobre si esta evaluación debía desarrollarse basándose en el valor nominal o en el de mercado de los activos, y la propia definición de la propia estructura financiera no cobró mucha relevancia en este punto. No obstante, unos años más tarde, Securum tuvo que asumir otras iniciativas privadas, lo que pudo realizarse solamente después de que los accionistas originales hubieran perdido el total de sus inversiones.

El modelo irlandés es probablemente el mejor ejemplo que podemos encontrar del tipo de «bancos malos únicos y obligatorios»³. El gobierno anunció en abril de 2009 (aprobado por decreto en diciembre de ese año) la creación de una agencia de gestión de activos, denominada NAMA (Agencia Nacional para la Gestión de activos, según sus siglas en inglés) con el objeto de adquirir préstamos inmobiliarios de gran tamaño a un «valor económico a largo plazo» (Honohan, 2012). Este plan se llevó a cabo conforme a un enfoque de valoración de activos muy detallado, por lo que hizo falta un plazo de tiempo estimable para poder ponerlo en marcha. El gobierno decidió, por tanto, mediante este paso ir incorporando las medidas aprobadas a lo largo de una serie de tramos, teniendo como punto de origen la gestión de aquellos préstamos de mayor tamaño. El mecanismo era bastante sencillo: cuando se realizaban las adquisiciones, las pérdidas habrían de materializarse inmediatamente y se llevaría a cabo entonces la recapitalización. No obstante, debido al hecho de que este proceso se llevó a cabo de una forma progresiva, las esti-

maciones iniciales, en cuanto a la valoración de los activos y las necesidades de capital, infravaloraron las cifras finales que habrían de producirse.

Con una participación de seis instituciones financieras, la agencia NAMA se creó como una sociedad Instrumental (SPV, en sus siglas en inglés) y por lo tanto no estaba sujeta a ninguna regulación bancaria. La agencia se lanzó con un capital inicial de 100 millones de euros (el 49% de origen público) y una ratio de apalancamiento equivalente a 40 veces su valor. NAMA adquirió los activos tóxicos de esas instituciones bancarias por un valor nominal de 77 mil millones de euros conforme a un «valor económico a largo plazo» que era equivalente a su vez a un descuento del 30% respecto de su valor nominal. El sector bancario recibía de este modo deuda pública que podía ser descontada ante el BCE con el fin de obtener liquidez financiera, y así, el Tesoro Público irlandés hubo de inyectar capital para compensar la carencia que los bancos sufrieron como resultado de las amortizaciones y las necesidades de capital que se generaron a raíz de los descuentos aplicados en la operación.

El modelo alemán se concretó también basándose en la creación de una sociedad instrumental, pero en este caso cada uno de los bancos implicados podía, de forma voluntaria, establecer y crear su propia sociedad de gestión de activos (AMV, según sus siglas en inglés). Los activos tóxicos eran transferidos de este modo a la sociedad instrumental con un descuento del 10% sobre su valor nominal, que se empleaba para cubrir los costes administrativos y de gestión que conllevara la operación. A cambio, los bancos recibían bonos de esta sociedad instrumental que estaban garantizados merced a los Fondos Estatales para la Estabilización de los Mercados (*Finanz markt stabilisierungs fonds*). Incluso, aunque esta solución podría haberse interpretado en un principio como sumamente ventajosa para los bancos originales, estos habrían de compensar de forma anual a la sociedad instrumental la diferencia existente entre el valor de transmisión y el básico dividido por el número de años en los que la garantía de esos bonos estuviera vigente (establecida en un período de 20 años). Adicionalmente, si esta compensación calculada no resultaba suficiente para cubrir las pérdidas potenciales, los bancos originales habían de fijar un tope en los dividendos que habían planeado distribuir entre sus accionistas. Por lo tanto, en el caso alemán se minimizaban así las transferencias de fondos del sector público al privado. El factor clave en este modelo se basaba en el método contable puesto en práctica, así como en el aplazamiento de pérdidas potenciales sin que existiera una propia amortización inicial de pérdidas.

Finalmente, el Reino Unido creó en octubre de 2010 una sociedad de cartera única y conjunta (con identidad

³ Véase Honohan (2012) para obtener un análisis en profundidad de la recapitalización de bancos insolventes en Irlanda.

también de sociedad instrumental) denominada *Asset Resolution Limited* (UKAR) con el fin de agrupar las sociedades de propiedad estatal Bradford & Bingley plc (B&B) y Northern Rock (Gestión de Activos) plc (NRAM), con un importe de 72,2 mil millones de libras en forma de préstamos. El caso británico difiere claramente del resto de ejemplos analizados, ya que no se trata de un plan abierto a instituciones financieras con problemas potenciales. UKAR funciona más exactamente como una institución financiera que gestiona activos tóxicos en los casos exclusivos en los que tenga lugar un proceso de resolución ordenada y de liquidación de una institución financiera.

Entre las soluciones idiosincrásicas y específicas que encontramos, ING obtuvo el respaldo del sector público para respaldar en garantía toda su cartera de activos tóxicos que provenía de inversiones hipotecarias realizadas en Estados Unidos. Este modelo puesto en práctica suponía un híbrido entre los planes irlandés y alemán que se han descrito más arriba. Todo el volumen de activos tóxicos (unos 30 mil millones de euros) fue transferido a una sociedad instrumental con un descuento del 10%. El Tesoro Público holandés absorbió el 80% de todas las pérdidas potenciales que pudiera generar esta sociedad instrumental, mientras que ING se hacía responsable del restante 20% de pérdidas. A cambio, ING se comprometía a pagar al Tesoro una comisión definida de antemano por estas garantías obtenidas.

El caso de UBS fue muy parecido al de ING que acabamos de mencionar, aunque con un plan de protección diferente. UBS contaba con un importe de 60 mil millones de francos suizos en forma de activos tóxicos (que provenían también de una exposición excesiva a créditos hipotecarios «*subprime*»), que fueron transferidos a su valor nominal a una sociedad instrumental creada con seis mil millones de euros de capital y 54 mil millones de francos suizos en fondos del Banco Central.

En el caso de Citigroup se creó un plan híbrido, que se dividía entre un banco bueno (banco Citicorp) y un banco malo (Citi Holdings). Esta estructura se decidió probablemente con el objetivo final de compartir la gestión de los activos para aumentar la transparencia de la operación, más que con una intención real de gestionar los riesgos o con un fin de desconsolidación de capital. De hecho, el volumen de activos tóxicos transferidos a Citi Holdings (30 mil millones de dólares) fueron respaldados con 50 mil millones de dólares de capital propio, de los cuales Citigroup poseía una participación del 90% y el Tesoro Norteamericano y el FDIC el 10% restante. La financiación fue proporcionada por la Reserva Federal. Según este plan, las primeras pérdidas serían absorbidas por Citi hasta llegar a una suma equivalente al total de capital que

inyectó esta institución. Sería entonces solamente cuando Citi hubiera perdido el total de su participación mientras que las pérdidas adicionales serían absorbidas en un 10% por Citi y el 90% por parte del sector público. De este modo, este caso concreto supone una combinación del modelo suizo (pérdidas completas en una primera fase) y el modelo holandés (pérdidas parciales en una segunda fase).

3. El caso español

3.1. ¿Por qué ahora sí y no antes?

Existen varias razones que sirven para explicar por qué resultó difícil crear un banco malo en España durante las etapas iniciales del proceso de reestructuración bancaria, que están vinculadas al bajo nivel de pérdidas por desvalorización que se reconocieron en un principio en los activos inmobiliarios existentes. Esta situación dificultó en gran modo la transferencia de tales activos al banco malo a precios de mercado. La única manera de llevar esto a cabo habría sido mediante un reconocimiento inicial significativo por parte de los bancos, de las posibles pérdidas que conllevaban los activos. Por lo tanto, o bien la misma realidad del banco malo no hubiera sido viable, en el caso de que los activos hubieran sido transferidos a precios superiores a su valor de mercado, o bien los propios bancos no habrían sido viables si la transferencia de activos se hubiera llevado a cabo a precios de mercado.

Ante este dilema, la estrategia que se adoptó para solventar esta situación fue la de efectuar cambios radicales en las normativas que se aplicaban a las provisiones sobre activos inmobiliarios, lo cual se llevó a cabo sobre todo en dos fases principales: en 2010 y en 2012. El objetivo de esta nueva normativa tenía dos funciones básicas: por un lado, generar una mayor transparencia identificando la exposición que existía a riesgos inmobiliarios, y por otro, el de obligar a mayores provisiones en aquellos activos provenientes de viviendas recuperadas tras embargos.

En las etapas iniciales de la crisis financiera, la recuperación de garantías sobre viviendas estaba sujeta a normativas muy poco precisas, que para empezar no se adaptaban a la extensión y profundidad que conlleva la crisis actual. Fue entonces, cuando se ejecutaron esas garantías, que los bancos hubieron de reconocer los activos inmobiliarios que se habían recuperado según el valor mínimo de la deuda pendiente, el neto de provisiones, o según el valor de tasación del activo en cuestión.

Este hecho condujo a un reconocimiento inferior de

las pérdidas reales, debido a que muchas de las recuperaciones de estos activos inmobiliarios se habían llevado a cabo en las primeras etapas de la recesión, y además en algunos casos la recuperación se materializó en forma de adquisición del activo como dación en pago, proceso que básicamente supone que la deuda queda cancelada mediante la transmisión inmediata del activo al banco por parte del deudor. Ya que las provisiones para los activos recuperados estaban supuestamente incluidos en las posibles pérdidas que ya se incluyen en el monto de los préstamos, y debido también a que la normativa no expresaba de forma expresa la adquisición o dación como alternativas a la recuperación del activo por impago, el nivel de provisiones que se calculó sobre estos activos resultó ser muy inferior al real.

3.2. Iniciativas legales recientes

La solución a este problema se diseñó a finales de 2010 mediante modificaciones en las normas de contabilidad que los bancos habían de cumplir, introduciendo nuevos requisitos de provisionamiento para todos aquellos activos que se aceptaran como cancelación de una deuda, independientemente del carácter legal que estos tuvieran. Como consecuencia, la nueva normativa exigía que los bancos mantuvieran un mínimo de provisiones en el momento en que recibieran los activos, que habría de ser igual al 10% de la deuda original, además de un 10% adicional para cada uno de los dos años inmediatamente posteriores a la recepción de los activos, hasta llegar a un máximo del 30% de provisión, en los casos en que estos activos quedaran retenidos y se reflejaran en los balances durante un período superior a 24 meses.

No obstante, dadas las condiciones y precios existentes en el mercado inmobiliario y el rendimiento que los inversores potenciales habían previsto en estas operaciones inmobiliarias, estas nuevas normas de tasación dieron como resultado una acumulación de activos que se reflejaron en los balances de los bancos. En esos momentos, cualquier venta que se hubiera llevado a cabo a los precios del mercado habría conducido al reconocimiento de pérdidas indudablemente superiores a los porcentajes del 10%-20%-30% que se hubieran provisionado.

Probablemente, solo algunos bancos de mayor tamaño fueron capaces de reconocer pérdidas adicionales a la hora de ajustar los precios de venta y poder reducir así el *stock* de activos inmobiliarios en su poder, como consecuencia de una generación de beneficios positiva en otros sectores de su actividad. El problema fue que la mayoría de las entidades del sector financiero se centraron en procesos de reestructuración, fusiones y recapitalización,

y fueron incapaces de articular la estrategia más adecuada para conseguir reducir el volumen de activos recuperados por impago de la deuda.

Bajo estas condiciones, en febrero de 2012, el nuevo gobierno recién elegido empezó a exigir provisiones adicionales para la exposición a operaciones inmobiliarias, tanto sobre activos como sobre préstamos. El objetivo de esta nueva política era el de centrar su estrategia en aquellos activos problemáticos, incluyendo en esta categoría a los activos recuperados por impago de deuda, los préstamos en riesgo de ser recuperados y la denominada categoría «subestándar» (aquellos préstamos hipotecarios aún vigentes y catalogados como sometidos a vigilancia por parte del supervisor de la entidad financiera). El nivel de provisiones se estableció basándose en el tipo de activo que cubría el préstamo. Con algunas garantías, esto es, terrenos, las provisiones sobre préstamos aun vigentes se reforzaron mediante requisitos adicionales que se basaban en exigencias adicionales de capital o reservas. Al mismo tiempo, la nueva normativa exigía a los bancos reunir sus activos recuperados por impago para la creación de una agencia de gestión de activos antes de finales de 2012.

El mercado reaccionó de forma inmediata al darse cuenta de que las provisiones podrían ser adecuadas ante activos problemáticos pero que los activos llamados normales aun seguían estando protegidos por un nivel de provisiones muy bajo, establecido en un 7% según la normativa aprobada en febrero. Esta situación condujo a una segunda fase de cambios en las normativas en un período de solo cuatro meses, según los cuales se fijaron provisiones del 30% para aquellos préstamos hipotecarios aun vigentes vinculados a operaciones inmobiliarias. No obstante, este porcentaje difería según el tipo de aval que se utilizara: terrenos, construcciones ya comenzadas o viviendas ya finalizadas.

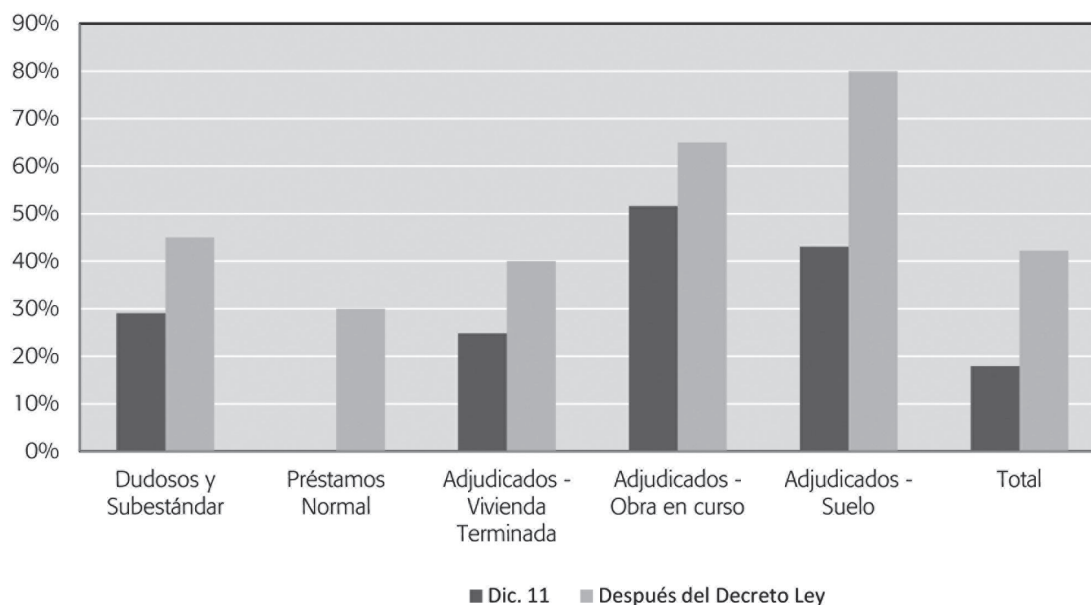
Los nuevos requisitos sobre provisión que establecían los cambios normativos de febrero y mayo habrían de ser satisfechos antes de finales de 2012, y cada banco había de presentar un plan obligatorio a un supervisor, que incluyera una escala de tiempo claramente definida.

En ese momento, junio de 2012, se asumió una valoración neta de los activos y préstamos vinculados al sector inmobiliario que sería, o habría de ser a finales de ese mismo año, muy parecida a su valor de mercado. Esta operación facilitó la constitución de un banco malo, ya que la transmisión de activos no habría de generar pérdidas adicionales.

Finalmente, este proceso se aceleró merced a la negociación de la «Ayuda financiera para el sector bancario» de la

Gráfico 3

PORCENTAJE DE PROVISIONES SOBRE ACTIVOS INMOBILIARIOS



Fuente: Afi.

Unión Europea, con el objeto de recapitalizar el sector bancario. Las condiciones fijadas en el Memorando de Acuerdo (MoU) firmado por el Gobierno español, artículos 21 y 22, establecían los requisitos referentes a la gestión de activos tóxicos inmobiliarios a cumplir por aquellos bancos que recibieran ayudas públicas. De hecho, los bancos fueron obligados a segregar sus activos inmobiliarios problemáticos y transferirlos a una sociedad de gestión de activos.

3.3. Asuntos pendientes

El MoU fue transpuesto directamente a la legislación española a través de otro Real Decreto aprobado a finales del mes de agosto. Aunque se suponía que los detalles de la composición del banco malo español habrían de definirse en esta nueva iniciativa regulatoria, este no fue el caso. Esta ley regulaba algunos aspectos generales, pero quedan aún pendientes muchos asuntos de primer orden relativos a la definición y estructura del denominado «banco malo».

La nueva normativa establecía que solamente aquellos bancos que recibieran ayudas públicas habrían de transferir sus activos problemáticos a una sociedad única de gestión de activos (SGA, según sus siglas en español), el denominado «banco malo», en la cual el Estado (a tra-

vés del FROB) poseería un máximo del 49% de participación accionarial. El resto del sector bancario tendrá que transferir sus activos recuperados por impago de deudas a su propia SGA, según dicta el Real Decreto aprobado en mayo.

En este punto surge una duda importante; en concreto, cuales son aquellos bancos a los que se les exigirá que realicen sus transferencias. Tal como se define en el RDL 24/2012, tanto los bancos que ya cuentan con ayuda financiera pública como aquellos que podrían necesitarla en un futuro por un proceso de estructuración, o por resolución ordenada, se verán obligados a transferir sus activos contaminados a la SGA.

Una segunda duda podría estar relacionada con el tipo de activos que estos bancos van a transferir. Debido a que la naturaleza de estos activos a transferir cuenta con una definición muy vaga, estos podrían llegar a incluir activos recuperados por impago de préstamos, préstamos inmobiliarios, participaciones accionariales en empresas del sector inmobiliario, o incluso otros activos «problemáticos» procedentes de otros sectores diferentes. El alcance y volumen de estos activos segregados habrá de tener en cuenta la viabilidad de la institución tras el proceso de segregación, así como la capacidad de absorción de posibles pérdidas, además de otros instrumentos híbri-

dos que pudieran perjudicar la calidad de los activos con anterioridad a la transferencia de los mismos a la SGA. Se da por sentado que el alcance de la segregación habrá de ser más amplio para aquellos bancos más problemáticos. En razón de esto, la entidad supervisora evitaría tener que realizar en el futuro mayores provisiones (además de una posible recapitalización) como consecuencia de una coyuntura económica aún peor a la actual, lo que obligaría a una mayor ratio de morosidad que podría poner en duda la viabilidad de la institución.

En tercer lugar, ¿cuál habría de ser el valor real de los activos a transferir? Como ya ha ocurrido en experiencias de otros países, en el caso español, la tasación de los activos y préstamos transferidos a la SGA se determinará tras un detallado proceso de test de riesgo realizado por expertos auditores independientes. En la normativa aplicable solo se hace una vaga referencia al «valor económico a largo plazo» con el objeto de hacer frente a las condiciones actuales del mercado, que podrían conducir a una rebaja en los precios generales. La viabilidad del banco malo exigiría una valoración acorde a un escenario de condiciones de mercado parecido al que podría darse en el momento en que estos activos se vendieran. No obstante, se presenta aquí otra situación comprometida, ya que cuanto más bajo sea el valor inicial aplicado al activo, mayores serán las pérdidas que los bancos habrán de reconocer en la transmisión de los activos, además de que esto aumentaría las necesidades de recapitalización. La única forma de evitar pérdidas adicionales o necesidades de recapitalización en el futuro será aplicando descuentos o reducciones en el proceso de tasación de los activos. Este descuento podría llegar a ser incluso superior a los niveles de provisionamiento dictados tras las modificaciones regulatorias que se han explicado más arriba, con el fin siempre de generar alguna «reserva» en la SGA para poder hacer frente a pérdidas potenciales en las ventas finales de los activos y en virtud de los gastos operativos generales contraídos.

En cuarto lugar, la estructura financiera de la entidad sería un elemento crucial a la hora de analizar la estrategia que este vehículo va a poner en marcha. Incluso considerando el hecho de que el sector público (a través del FROB) poseería menos del 50% del patrimonio accionarial, existen muchas dudas respecto a qué inversores participarían en la SGA y, de forma más relevante, qué precios se ofrecerían y bajo qué condiciones. Además de todo esto, la estructura financiera, según el MoU, estaría fundamentada posiblemente en bonos de garantía estatales, que podrían llegar a descontarse en el BCE.

Finalmente, una buena gestión de la SGA es clave para su éxito posterior. Un mecanismo adecuado de incentivación y gestión corporativa debe asegurarse de que existe una ges-

ción activa y segmentada sobre todas las clases de activos. Paralelamente, se debe definir un plan estratégico global que identifique de forma clara los objetivos y estrategias que la SGA va a seguir para cada tipo distinto de activo, acompañado todo ello de un calendario de aplicación muy detallado.

La creación de un «banco malo» y la recapitalización del sector bancario es condición necesaria para la recuperación económica tan deseada. No obstante, para que esto suceda y facilite que el banco malo pueda ser una solución viable, debe incluir entre sus objetivos mantener y promover cierto nivel de actividad en el sector inmobiliario. De lo contrario, podría provocar un deterioro aun más grave de la situación económica de los deudores, lo que conllevaría pérdidas posteriores que obligaría a aumentar la restructuración de la deuda. Una financiación adicional y otras medidas serían útiles a la hora de poder evitar deterioros adicionales, lo que hace necesario que se establezcan objetivos y planes de incentivos claros por parte de todos los actores económicos que están implicados en este proceso.

Bibliografía

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2012), «Memorando de Entendimiento: Segregación de Activos Dañados», Nota Bancaria, *Análisis y Seguimiento de Banca y Seguros*, junio.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2012), «Activos dañados: Escenarios de saneamientos en el Sistema Bancario Español», Nota Bancaria, *Análisis y Seguimiento de Banca y Seguros*, mayo.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2011), «'Banco malo': Preguntas y Respuestas», Nota Bancaria, *Análisis y Seguimiento de Banca y Seguros*, diciembre.
- BERGES, A. (2012), «Cleaning up Spanish Bank Balances: restoring confidence, but is this enough?», *Spanish Economic and Financial Outlook*, volumen 1, número 0, marzo.
- BERGES, A., y GARCÍA MORA A. (2008), «Subprime in Spain?», *Presentation address at the 2nd Workshop on Recent Developments in Financial Economics*, Real Colegio Complutense, Harvard University, Cambridge.
- GARCÍA MORA, A. (2010), «Managing the real estate bubble: The case of the Spanish financial sector», *Presentation address at the 4th Global Conference on Housing Finance in Emerging Markets*, The World Bank Group, Washington DC, 26-27 mayo.
- HAUCK, A., NEYER, U., y VIETEN, T. (2011), «Reestablishing stability and avoiding a credit crunch: Comparing different bad bank schemes», *DICE discussion paper*, n.º 31, agosto.
- HONOHAN, P. (2012), «Recapitalisation of failed banks: some lessons from the Irish experience», *Speech address at the*

44th Annual Money, Macro and Finance Conference, Tinity College, 7 septiembre.

NATIONAL ASSET MANAGEMENT AGENCY (2012): *Annual Report and Financial Statements 2011*.

LANDIER, A., y UDEA, K. (2009), «The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options», *IMF Staff Position Note*, 5 junio.

Viabilidad de las entidades financieras y las nuevas metodologías reguladoras

Gumersindo Ruiz*

Ramón Trias**

Este artículo se estructura en tres partes. En la primera se justifica el cambio metodológico que tiene lugar en la regulación y supervisión financiera, que pasa del cumplimiento de unas ratios de balance y unos procedimientos formales de funcionamiento a un enfoque donde tiene un papel destacado el plan estratégico de gestión de la entidad. En la segunda se propone una metodología dinámica, que trata de proyectar el balance a distintos escenarios posibles y optimiza la toma de decisiones sobre el riesgo y la rentabilidad, sujeta a restricciones de capital y liquidez. En la tercera parte, y de manera muy sintética, se ofrece un ejemplo que da como resultado una decisión óptima sobre la venta de cartera.

Hay que tener en cuenta que este proceso ocurre cuando se está desarrollando la normativa de Basilea III, superponiéndose una metodología sofisticada de valoración y ponderación de riesgos con otra corriente que querría normas más simples y fuertes requisitos de capital. En los momentos actuales tenemos, pues, en España: la normativa de Basilea III, los requerimientos que ha ido exigiendo el Gobierno mediante reales decretos-leyes y una nueva orientación hacia el conocimiento de la viabilidad de las entidades, que supone una proyección a futuro del balance.

Para justificar el cambio metodológico de la negociación, vamos a apoyarnos en el reciente RD-Ley 24/2012 de 31 de agosto, donde aparece la exigencia de que, en determinados supuestos, las entidades financieras presen-

ten un plan de viabilidad. Del texto RD-Ley se desprende que hay que elaborar un plan estratégico, y demostrar que es viable, y para ello entendemos que hay que disponer de un sistema para la toma de decisiones que tenga en cuenta la capacidad de generar recursos, sujeta a unas restricciones de capital y liquidez, limitando riesgos, considerando las condiciones de partida del negocio o modelo microeconómico, y su entorno macroeconómico. Mantenemos que este enfoque no es solo válido para los casos de entidades que presentan algún tipo de situación problemática, tal como recoge el RD-Ley, sino que también lo es la metodología y generalizable para cualquier entidad, para proyectar su balance en el entorno de volatilidad e incertidumbre en que nos encontramos.

1. Referencias en el RD-Ley 24/2012 de 31 de agosto a la necesidad de disponer de un plan de viabilidad para la reestructuración de entidades financieras e implicaciones metodológicas

Los supuestos de reestructuración se definen como debilidades transitorias de las entidades de crédito que han de ser identificadas con cierta antelación y requieren apoyo público. En la exposición de motivos se menciona la recuperación de los fondos públicos aplicados a la reestructuración por medio de los beneficios generados por la entidad.

Se explicita que el criterio fundamental para aplicar un proceso de reestructuración o resolución (liquidación) de

* Universidad de Málaga.

** AIS, Aplicaciones de Inteligencia Artificial.

una entidad es el de viabilidad de la misma. En ambos casos se prevé la elaboración de un plan a aprobar por el Banco de España, que servirá para establecer los instrumentos necesarios.

El artículo 5, punto 2 se refiere a la determinación del valor económico de la entidad, de sus activos y pasivos y es una visión estática del balance. Pero en el punto 3 se explicita que la valoración tomará como base las proyecciones económico-financieras de la entidad (que serán discutidas por el FROB). Es importante esta mención a la proyección, porque implica que han de tenerse en cuenta no solo las circunstancias de la entidad en el momento en que se analice, sino la capacidad para generar beneficios.

En el artículo 6 se establecen las condiciones para una reestructuración, si hay elementos objetivos o resulta previsible que la entidad no puede cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, organización o control interno. Esto requeriría un plan de actuación que se desarrolla en los artículos siguientes. En el 7 se dice que en este plan habrán de concretarse las acciones previstas para asegurar la viabilidad a largo plazo de la entidad, siendo su ejecución inmediata.

Una idea que adelantamos es que las entidades deberían disponer de planes estratégicos actualizados que les permitieran responder con rapidez a requerimientos del Banco de España en relación a las alertas (elementos objetivos, previsión de deterioro) que aparecen en el artículo 6.

En el artículo 8, 1.a) se menciona que, además del análisis de su situación, la entidad tendrá que presentar un plan de negocio, que incluye objetivos específicos relativos a: eficiencia, rentabilidad, y niveles de apalancamiento y liquidez. Quizás sea aquí donde con más precisión se habla de una estrategia de negocio, ya que los compromisos en materia de solvencia del apartado b) han de cumplirse según la consecución de objetivos, y los de mejora de la organización y gestión (apartado c) vienen explícitamente desarrollados en la metodología que proponemos más adelante.

Es muy importante el criterio del punto 2 y 3 de este artículo 8, que considera la posibilidad de que, por las condiciones de los mercados o de la propia evolución negativa de la entidad, hubiera que modificar el plan. El Banco de España podrá regular estos procedimientos, pero lo que se desprende de aquí es la necesidad de disponer de una metodología que permita de manera inteligente presentar las opciones óptimas para los gestores, mediante la introducción de datos parametrizables.

Tanto para la entidad como para el supervisor se exige, implícitamente, una herramienta ágil y que responda casi

permanentemente a las cuestiones que puedan plantearse en un proceso de reestructuración. Así, el artículo 11 se refiere al seguimiento del plan de actuación e información al FROB, pero dada la complejidad actual de la información que se maneja, y la incertidumbre que presenta la proyección de un balance, es muy razonable plantear desde el inicio una metodología especialmente diseñada para proporcionar permanentemente esta información.

El capítulo III se dedica íntegramente a la «Reestructuración», y en el artículo 16 se refuerza la visión dinámica del problema, pues se dice que el plan de reestructuración incluirá un análisis de la situación de la entidad y su capacidad para reembolsar la ayuda financiera recibida. También se ve la posibilidad de que no sea recuperable pero el impacto sistémico sea muy perjudicial y, por tanto, se quiere mantener viva a esa entidad. En cualquier caso, se introduce un criterio de optimización, pues se dice que las medidas han de minimizar el uso de recursos públicos, así como una gestión óptima de los instrumentos de capital que se utilicen.

La interpretación que venimos haciendo se refuerza en el capítulo V, dedicado a los «Instrumentos de apoyo financiero». Al suponer la decisión de apoyo financiero del FROB un desembolso de recursos públicos, puede haber oposición por parte del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. La Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y la Intervención General de la Administración del Estado emitirán informes al respecto. Todo ello hace necesario disponer de una metodología que de forma inteligente responda a las cuestiones que los organismos públicos implicados planteen sobre el proceso de reestructuración.

En el artículo 32.2 hay otra circunstancia que requiere disponer de una herramienta de proyección del balance. La entidad en cuestión tiene que comprar o amortizar los instrumentos suscritos o adquiridos por el FROB en el plazo máximo de cinco años. Esto no se considera un hecho estático, cuyo plazo de vencimiento hay que esperar, sino que necesita un seguimiento ya que el Banco de España y el FROB deben vigilar por si esa recompra o amortización se hace difícil, lo que implica un continuo seguimiento prospectivo de la entidad, si de verdad se quiere actuar con anticipación.

Hay otras circunstancias en que se necesita tener una visión dinámica de la entidad, el artículo 34.1 plantea la posibilidad de que transcurran cinco años y la entidad, por causas internas o externas, no pueda cumplir con los objetivos establecidos de recompra o amortización de los instrumentos puestos a su disposición por el FROB. En este caso, hay la posibilidad de alargarlo dos años más. Es importante

destacar que ya ha habido un incumplimiento y, por tanto, la previsión de comportamiento de la entidad, las decisiones estratégicas a tomar, el plan de negocio, requieren un seguimiento especialmente ágil y permanente.

El capítulo VII se dedica a la gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada. Una de las características de la actual situación es la complejidad del capital y la liquidez, en relación a los requisitos más simples de cumplimiento con los que hemos trabajado durante muchos años. En el artículo 37 se habla de la gestión de esos instrumentos y de la deuda que tengan emitida entidades sujetas a reestructuración. La finalidad es asegurar un adecuado reparto de los costes entre los inversores, pero indudablemente —y esto queda claro en el punto 2 del artículo 38—, al promover modificaciones en los términos de emisión, en consonancia con el plan de reestructuración, habrá que elegir entre alternativas posibles, que tendrán también efectos sobre el balance. Un sistema que permita simular y nos proporcione una elección óptima podrá dar respuesta a todas estas prevenciones con que, lógicamente, se aborda la reestructuración.

En el artículo 42 se recogen los criterios para determinar qué emisiones o partidas de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la acción de gestión. El aplazamiento, suspensión, eliminación o modificación de derechos, obligaciones, términos y condiciones de las emisiones de la entidad responden a una lógica de rango de los titulares según riesgo de los valores. Este tipo de operaciones tan delicadas, en las que el FROB tiene que fijar los precios de recompra por parte de la entidad, requiere no solo un enfoque de valoración de mercado, sino también de cómo la operación va a repercutir en el plan de viabilidad de la entidad, que es el sentido último de estas actuaciones. Lo mismo puede aplicarse a las facultades de suspensión de contratos y garantías que figuran en el artículo 68. Y a su vez, el FROB, (artículo 44) deberá justificar sus acciones ante el Banco de España.

El carácter dinámico de todo lo que estamos considerando vuelve a ponerse de manifiesto en el artículo 46, que prevé que la situación de inestabilidad de la entidad, o del entorno, pueden justificar la modificación de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

Las facultades administrativas generales del FROB, que se recogen en el artículo 62, van desde determinar el valor económico de la entidad, a operaciones de aumento o reducción de capital, y emisión y amortización de títulos. De la lectura de este artículo se desprende la necesidad de contar con una herramienta que permita en cada

momento evaluar el impacto de una medida concreta en la viabilidad de la entidad, ya que el FROB puede decidir sobre aspectos que determinan una estrategia bancaria. Esto es particularmente importante en relación a la cesión de activos de la entidad financiera a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (disposiciones adicionales séptima a novena).

Por último, se modifica la disposición transitoria primera del RD-Ley 2/2011 de 18 de febrero sobre estrategia de cumplimiento de los requerimientos de capital, y aquí se habla de la obligación de la entidad de presentar una estrategia y un calendario de cumplimiento. Los plazos son tan cortos que, en nuestra opinión, se hace necesario por parte de una entidad disponer de un plan estratégico del tipo que venimos planteando, con el fin de ofrecer en cada momento una proyección del balance y, por tanto, de la solvencia o necesidades que se reflejan en el mismo, a un horizonte temporal dado.

2. La opción óptima como criterio

El paso de un equilibrio general financiero basado en los análisis y decisiones individuales, y las valoraciones mediante modelos de riesgos de las entidades, a otro más intervencionista y regulado, tiene un fundamento teórico, una contrastación empírica en la crisis actual, y una revisión, en la que actualmente nos encontramos.

En los años cincuenta, el economista Kenneth Arrow da consistencia matemática a la idea de que la integración de los intereses individuales produce una mejor asignación de los recursos en una economía y supone un avance de la teoría del equilibrio general.

Casi simultáneamente, se desarrollaron los trabajos de Markowitz, Tobin y Sharp, por citar los más conocidos, que supusieron la transposición operativa de la idea seminal de Arrow a la asignación de activos de manera eficiente por los agentes en los mercados financieros.

Esta descripción de la situación no es tan nítida, pues, como decíamos al principio, ya que nos encontramos con dos corrientes que coexisten: la sofisticación de los cálculos del riesgo y su ponderación, que han de hacer las entidades y sigue vigente en el desarrollo de Basilea III; y otra tendencia hacia normas simples y rigurosas de capital. Esta última tiene su representación más clara en Andy Haldane del Banco de Inglaterra, y su conocida presentación de agosto de 2012 en la reunión de Jackson Hole: «The Dog and the Frisbee», en la que recordaba que los perros no necesitan conocimientos de física para seguir la

trayectoria de un «frisbee», y atraparlo. De igual manera, es más efectivo establecer estándares fuertes de capital que cálculos sofisticados de riesgos y ponderaciones. Esta línea ha sido seguida en España recientemente, al establecer requisitos de capital indiscriminados. En cualquier caso, podemos decir que una visión liberal de la regulación, en la que la decisión entre riesgo y rentabilidad que toma la entidad financiera, es sustituida por la posición intervencionista en el contexto actual. La conclusión es que se hace necesario incorporar formalmente la restricción regulatoria al proceso de toma de decisiones sobre el balance de una entidad.

La *asset allocation*, o asignación de activos, es la estrategia de inversión que equilibra de la mejor manera posible el riesgo y el retorno de una cartera, pues determina la combinación que ofrece la mayor rentabilidad para un riesgo dado. Originariamente, en 1952, el término se aplicó a las inversiones en acciones en la teoría de cartera de Markowitz, y pese a sus fuertes limitaciones por los supuestos sobre la información, el funcionamiento del mercado y el comportamiento de la volatilidad, ha sido una pieza fundamental en toda la teoría de inversiones.

El problema puede extenderse a las ventas a corto, cuando la mejor situación para el inversor es que los títulos tomen un valor negativo, y pueda comprar ese valor más bajo para hacer frente a su compromiso de entregar los títulos a un precio dado. David Pyle, en 1971, extendió el concepto de optimización de cartera al conjunto de activos y pasivos de un banco, interpretando los pasivos como si fueran posiciones de ventas a corto, pues la disminución del precio de aquellos es la mejor situación para la entidad financiera. Junto con los trabajos de Pyle, los de Pierce y Cohen, entre otros, desarrollan una teoría económica de la banca, así como los criterios para su aplicación práctica. En el artículo de Balternsperger puede encontrarse un análisis de las distintas aproximaciones.

Este concepto, tanto para activos como para pasivos, es el que se adopta para la toma de decisiones en la metodología que se ha desarrollado, incorporando las restricciones regulatorias (frente a las decisiones espontáneas en el mercado) y mejorando los supuestos sobre evaluación del riesgo, con la aparición de modelos en escenarios complejos.

Concretamente, se tiene en cuenta lo siguiente:

- Unas restricciones en forma de cumplimiento de requisitos de liquidez y capital.
- Una función de optimización, sujeta a estas restricciones, que debe maximizar el rendimiento para un riesgo

dado. El modelo de optimización responde a una información continua sobre las consecuencias en términos de capital y liquidez de una decisión (como, por ejemplo, la venta de un activo a un determinado precio). También, los efectos sobre capital y liquidez se vuelven a incorporar como mayores posibilidades de negocio.

- Una proyección a futuro que muestre la viabilidad del plan de negocio para un entorno previsible, dada la cartera de la entidad y unos escenarios dados.

Además, estas tres cuestiones pueden verse así, en el contexto actual:

- Los requisitos de liquidez y capital se han hecho complejos. Frente a las medidas tradicionales, la liquidez viene condicionada por el activo y el pasivo, y no solo por las características de volatilidad y mercado de las partidas, sino por los posibles desajustes temporales entre las mismas y su exigibilidad. Los requisitos de capital también obligan a distinguir clases de capital, entre las que se encuentran las propias aportaciones del FROB, que hace necesario disponer de una metodología inteligente capaz de tratar esta complejidad.

- La función de optimización, con sus restricciones, permitirá ver qué tipo de estrategia y decisiones deben adoptarse en relación al negocio y al riesgo. Implica un papel activo para la dirección de la entidad, que debe sacar adelante un nuevo modelo de negocio.

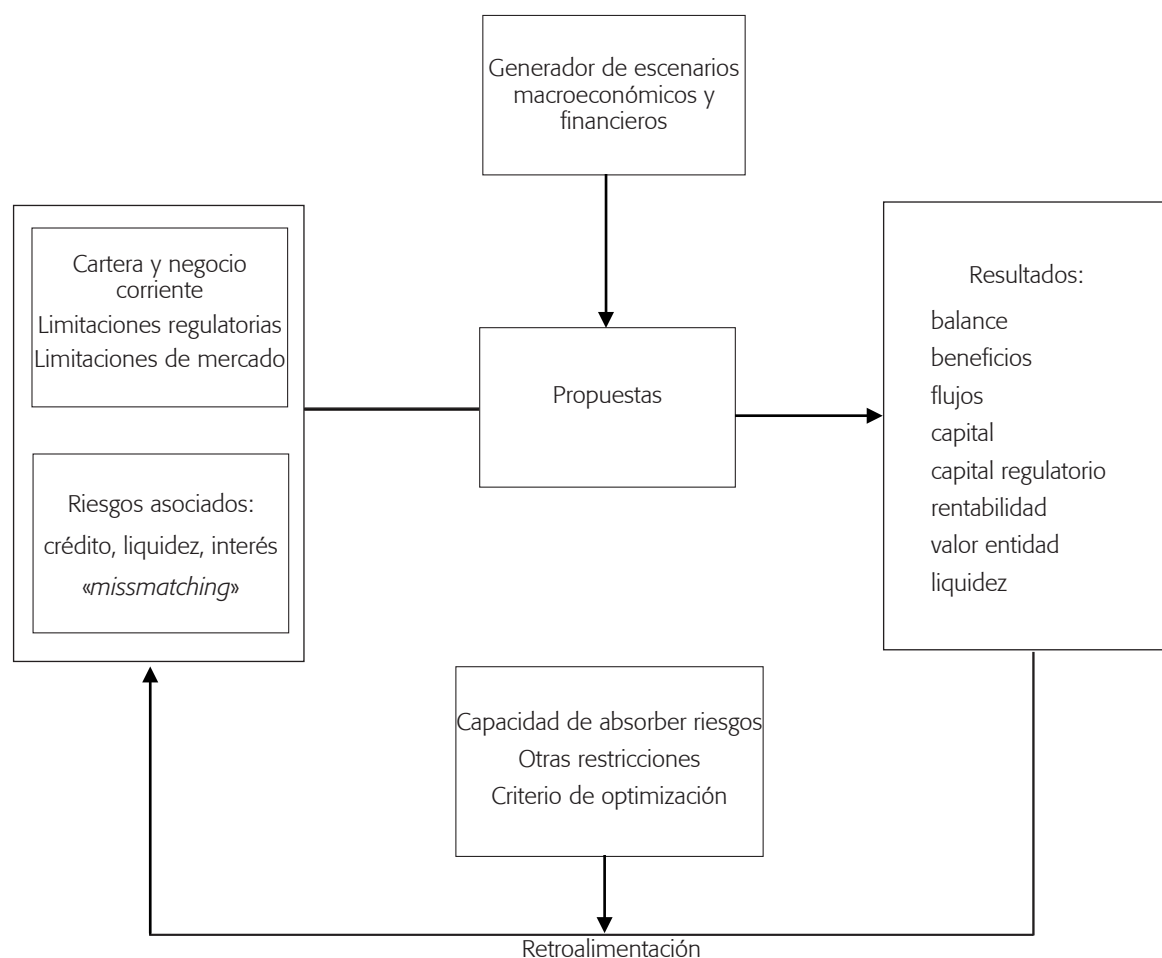
- El modelo de negocio responde a un plan acordado con el Banco de España y el FROB, y hay un consenso sobre la viabilidad del mismo. Esto implica que hay que considerar las carteras iniciales, las condiciones del negocio de la entidad, y ver cómo se gestionan en un entorno previsible y para unos escenarios posibles.

En este contexto, intentamos definir una función de optimización de rendimientos y riesgo para unas restricciones complejas de capital y liquidez, integrando la estrategia de negocio en tres ejes: un modelo macroeconómico de entorno, otro que recoge las condiciones de la entidad, y un tercero de escenarios posibles. Esto último se asemeja al test de estrés, pero a diferencia de un análisis estático del balance para ver cómo pueden influir en sus partidas algunos eventos imaginables, se hace sobre una modelización compleja que trata de proyectar el balance al futuro. Además, permite integrar la gestión «georeferenciada» del negocio y la medición de la elasticidad de la demanda (por ejemplo, para la venta de activos).

En el esquema 1 se sintetiza la metodología para la toma de decisiones.

Esquema 1

METODOLOGÍA PARA LA TOMA DE DECISIONES



Esta metodología se guía por los criterios que se exponen y trata de responder a las cuestiones siguientes:

1. Se trata de diseñar una plataforma que integre los elementos que soportan las decisiones estratégicas del negocio bancario, identificando las mejores opciones que cumplan las limitaciones existentes. Calcula los flujos de negocio, óptimos y factibles y los muestra en formato de plan de negocio, como la proyección del balance, cuenta de resultados, estado de origen y disposición de fondos, y seguimiento gráfico de la evolución de activos y pasivos.

2. Para responder adecuadamente al reto actual es preciso integrar elementos de decisión como los siguientes:

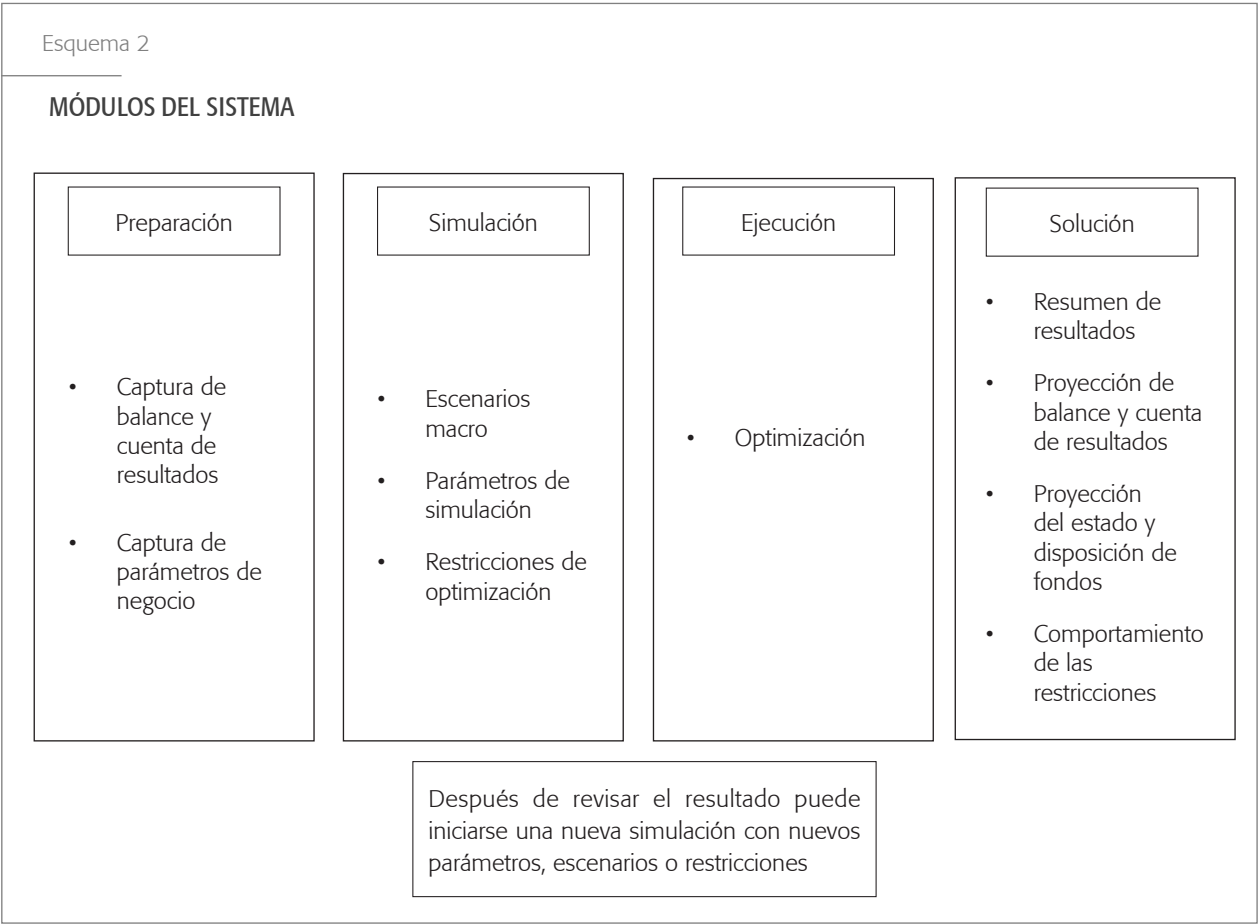
— Simulación y optimización de las decisiones de inversión y de financiación, entre ellas, nuevos créditos, venta de cartera, aportación del FROB (en su caso), y el máximo valor actual del *cash-flow* generado, por unidad de capital.

— Integrar previsiones de modelos macroeconómicos con escenarios externos, de una forma más compleja que la proyección de algunas variables macroeconómicas.

— Evaluar el impacto de las situaciones anteriores sobre los activos, pasivos y resultados, y sus consecuencias en pérdidas en préstamos, coste e ingresos financieros y operativos, y demanda potencial de crédito.

— Asumir el efecto de las restricciones de mercado, regulatorias o de intervención, como techos al crédito, cambios regulatorios en el capital, la liquidez y el apalancamiento, así como el capital económico y el efecto de la diversificación o concentración de las inversiones.

— Incorporar directrices en forma de restricciones, reglas y desideratas, como la exposición máxima en negociación, crédito a pymes, a la Administración Pública, y capacidad de ampliar capital.



3. Quien maneje la aplicación puede plantear alternativas en función de escenarios posibles o acciones, como la venta de la cartera de préstamos hipotecarios o inmuebles en unas determinadas condiciones. Cuando se encuentra ante resultados no factibles tendrá que relajar algunos de los supuestos.

El sistema va a asumir las limitaciones del negocio, su dinámica, la evolución de las variables externas y su variabilidad conjunta, incorpora la estimación de las condiciones de escenarios externos, explora la factibilidad de las restricciones y desideratas, identifica las inversiones y financiación que maximizan el valor de la entidad, si existe solución factible, y define las acciones y sus consecuencias en formato contable.

Gráficamente, lo anterior puede verse en el esquema 2, en forma de módulos operativos.

3. Una aplicación práctica, a modo de ejemplo

Nuestro objetivo en este ejemplo es ilustrar el logro de la asignación óptima de las inversiones respetando el equi-

librio entre riesgo y rentabilidad, ajustando la posición de cada elemento a los activos, pasivos y capital, de acuerdo con la capacidad de absorber riesgo, su situación de partida, objetivos y estructura temporal, así como de las restricciones regulatorias y de mercado a las que está sujeta.

En este ejemplo se parte de la proyección obtenida de un modelo macroeconómico que se integra con la definición de escenarios económicos de origen externo al modelo en el que las variables macroeconómicas proyectadas se utilizan para estimar los principales flujos del devenir de la entidad financiera —mora, mercado—. Esta metodología integra la aleatoriedad, la incertidumbre y la optimización en las proyecciones propias de los planes de viabilidad y negocio, así como de las planificaciones estratégica y táctica. El ejemplo que se muestra utiliza criterios del método RDF (*Risk Dynamics into the Future*), los recursos econométricos de R (*Language and environment for statistical computing*) y el modelo SA (*Strategic Advisor*).

Esta combinación permite al analista simular escenarios macroeconómicos futuros con los datos de una entidad financiera: balance y cuenta de resultados. El motor de cálculo buscará la situación óptima con las limitaciones existentes, regulatorias y de mercado, y la proyección a futuro de varios periodos.

Figura 1

Descripción	Valor	Descripción	Valor
Tesorería	1.290.678,00€	Depósitos a la vista y pasivo corto	15.538.774,00 €
Cartera de Valores	16.238.235,00 €	Depósitos a la vista interbancarios	28.391.031,00 €
Créditos Hipotecarios	34.348.853,00 €	Depósitos a largo plazo y pasivo Largo	36.194.350,00 €
Financiación de Proyectos	7.190.847,00 €	Depósitos a largo plazo interbancarios	12.169.508,00 €
Préstamos al Consumo	15.494.872,00 €	Capital Principal	173.881,00 €
Créditos Comerciales	5.454.772,00 €	Reservas	6.503.595,00 €
Tarjetas de Crédito	9.355.074,00 €	Capital Tier I	814.620,00 €
Créditos Irregulares	6.706.569,00 €	Capital Tier II	231.902,00 €
- Provisiones para créditos irregulares (Acum)	-2.618.246,00 €	Dividendo a pagar	69.516,00 €
Inmuebles	6.626.523,00 €	Total Pasivos	100.087.177,00 €
- Amortizaciones (Acum)	-1.000,00 €		
Pérdidas netas	0,00 €		
Total Activos	100.087.177,00 €		

Mostramos a continuación el ejemplo de utilización de la metodología con los datos de un banco ficticio A. Se plantea una proyección de las variables macroeconómicas compuesta por las predicciones de un modelo VAR (*value at risk*) condicionadas a los valores definidos en un escenario obtenido, en este caso, de una fuente externa. Se asume, además, un posible adelanto de la aplicación de la ratio de liquidez a corto plazo de Basilea III. Se optimizan las decisiones con el balance de la figura 1, en millones de € y se presentan sus resultados ante los escenarios propuestos y las restricciones impuestas.

En el entorno de incertidumbre regulatoria y macroeconómica en que vivimos, es extremadamente útil tener un modelo que permita simular cambios en la normativa en diferentes escenarios económicos, para poder visualizar qué es lo que requiere la entidad en tiempos de cambio macroeconómico y/o de transición de requerimientos regulatorios. Al incorporar criterios de optimización, además de modelos estadísticos y econométricos, se tiene en cuenta los cambios en las decisiones de las entidades, que pueden ser radicales en la medida que lo sea el entorno.

Para este ejercicio se han configurado una serie de parámetros y restricciones, entre ellos:

- Provisiones específicas del 25% del riesgo de la cartera vencida.
- Provisiones genéricas: 30% para cartera de financiación de proyectos de promociones inmobiliarias, 0,5% para las que tengan garantía hipotecaria y 1% para las restantes.

• Ratios de capital y liquidez, y plazos de aplicación según Basilea III.

• Porcentaje ingresado sobre el valor en libros en la venta de carteras: 88% en hipotecario y 40% en la financiación de proyectos.

• Porcentaje ingresado sobre el valor en libros de carteras irregulares: 8% en hipotecario y 6% en la financiación de proyectos.

• Último dato real: cuarto trimestre de 2011.

• Proyecciones a seis trimestres vista.

Se ha configurado el siguiente escenario macroeconómico (figura 2), con las siguientes características:

• A partir de un escenario base (proyecciones del modelo macroeconómico), el usuario impone el valor de algunas variables macroeconómicas en algunos trimestres futuros. Estos valores proceden de un escenario extra-modelo obtenido de otras estimaciones, de opiniones de expertos o de un escenario adverso externo. El cuadro «Casos condicionados» muestra las hipótesis impuestas por el usuario.

• El sistema calcula las proyecciones trimestrales con el modelo macroeconómico operativo en la plataforma y las condiciona a las hipótesis del usuario. El cuadro «Escenario macroeconómico» de la figura 2 muestra los valores resultantes de este cálculo.

Figura 2

PARÁMETROS

Estados Financieros

Basilea

Variables Macroeconómicas

Casos Condicionales

Descripción	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Euribor 12M (en nivel)	1,67%			2,60%		
Indicador de renta salarial real (tasa interanual)	-2,91%					
Precio m² vivienda libre (tasa interanual)	-7,22%			-19,90%		
IPC General (tasa interanual)	1,96%			1,10%		
Formación bruta capital fijo (tasa interanual)	-8,19%					
Gasto en consumo final de los hogares (tasa interanual)	-1,82%					
Ocupados (tasa intertrimestral)	-1,43%			-4,33%		

Descripción	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
Euribor 12M (en nivel)		2,50%				2,50%
Indicador de renta salarial real (tasa interanual)						
Precio m² vivienda libre (tasa interanual)		-4,50%				-2,00%
IPC General (tasa interanual)		0,01%				0,30%
Formación bruta capital fijo (tasa interanual)						
Gasto en consumo final de los hogares (tasa interanual)						
Ocupados (tasa intertrimestral)		-2,40%				-0,54%

Calcular Escenario Macroeconómico

Escenario Macroeconómico

Descripción	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Euribor 12M (en nivel)	1,67%	2,12%	2,73%	2,60%	2,95%	2,98%
Indicador de renta salarial real (tasa interanual)	-2,91%	-3,39%	-3,73%	-4,14%	-5,37%	-5,63%
Precio m² vivienda libre (tasa interanual)	-7,22%	-11,60%	-16,36%	-19,90%	-17,47%	-14,54%
IPC General (tasa interanual)	1,96%	2,40%	2,18%	1,10%	0,36%	79,00%
Formación bruta capital fijo (tasa interanual)	-8,19%	-8,10%	-10,58%	-14,72%	-14,84%	-15,35%
Gasto en consumo final de los hogares (tasa interanual)	-1,82%	-1,21%	-1,98%	-3,14%	-4,53%	-5,08%
Ocupados (tasa intertrimestral)	-1,43%	-2,29%	-3,10%	-4,33%	-1,80%	-1,17%

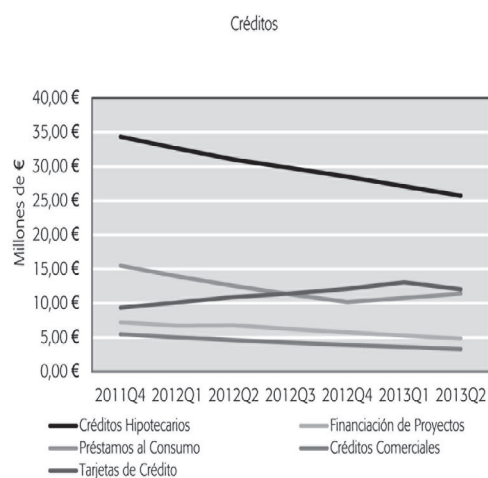
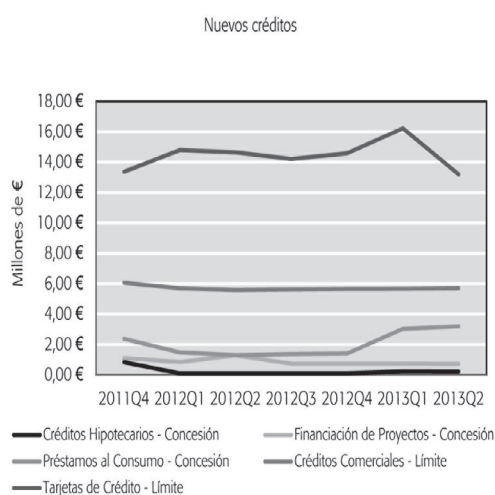
Aceptar Cambios

Cancelar Cambios

Figura 3

ESTADO DE ORIGEN Y DISPOSICIÓN DE FONDOS

Descripción	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Cash flows de operaciones (€)						
Resultados	150.821,36 €	55.553,10 €	201.144,27 €	180.119,94 €	146.107,90 €	149.032,73 €
Provisiones para pérdidas de créditos	-11.861,41 €	124.332,73 €	-64.502,26 €	-31.162,34 €	42.020,31 €	17.092,25 €
Amortización	41.415,77 €	41.415,77 €	41.415,77 €	41.415,77 €	41.415,77 €	41.415,77 €
Aumento neto (disminución) de activos	2.991.467,70 €	2.275.478,46 €	2.870.887,00 €	2.562.117,21 €	617.696,46 €	2.463.223,96 €
Aumento neto (disminución) de créditos irregulares	-301.441,97 €	-233.848,99 €	-158.243,97 €	-235.622,55 €	-411.314,64 €	-359.785,69 €
Cash flow neto de operaciones	2.870.401,45 €	2.262.931,08 €	2.890.700,81 €	2.516.868,03 €	435.925,79 €	2.310.979,01 €
Cash flows de actividades de inversión (€)						
Aumento neto (disminución) en depósitos a corto	-4.752.363,64 €	-4.562.035,64 €	-3.956.605,32 €	-3.437.256,89 €	-2.991.362,20 €	-5.028.298,82 €
Compras netas/ganancias en valores	-1.381.517,77 €	-808.889,19 €	-1.842.864,13 €	-2.027.150,43 €	-434.872,45 €	956.349,53 €
Procedentes de ventas de carteras	420.437,48 €	303.563,81 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Compras netas/ganancias en inmuebles	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Cash flow neto de actividades de inversión	-5.713.443,92 €	-5.067.361,02 €	-5.799.469,45 €	-5.464.407,32 €	-3.426.234,65 €	-4.071.949,29 €
Cash flows de actividades de financiación (€)						
Aumento neto (disminución) en depósitos a largo	2.713.974,71 €	2.757.784,93 €	2.804.223,73 €	2.853.448,87 €	2.905.627,50 €	2.960.936,91 €
Compras netas/ganancias en fondos propios	-0,03 €	0,00 €	0,01 €	0,00 €	0,00 €	0,01 €
Pago de dividendos	0,00 €	-69.516,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	-26.082,15 €
Cash flow neto de actividades de financiación	2.713.974,68 €	2.688.268,93 €	2.804.223,73 €	2.853.448,87 €	2.905.627,50 €	2.934.854,77 €
Cambio neto del periodo	-129.067,79 €	-116.161,01 €	-104.544,91 €	-94.090,42 €	-84.681,36 €	1.173.884,49 €
Tesorería al iniciar el periodo	1.290.678,00 €	1.161.610,21 €	1.045.449,19 €	940.904,28 €	846.813,86 €	762.132,51 €
Tesorería al finalizar el periodo	1.161.610,21 €	1.045.449,19 €	940.904,28 €	846.813,86 €	762.132,51 €	1.936.017,00 €



De acuerdo con los valores prefijados en el último trimestre de 2012, 2013 y 2014 para cuatro de las siete variables macroeconómicas del modelo, este ha calculado el «camino» más probable para el resto de variables en cada período, condicionado a que se ajuste

a los escenarios prefijados, basado en el modelo de predicción.

Definido el escenario macro y los parámetros de funcionamiento de la entidad, se incorporan las restricciones:

de Basilea III y de mercado de la entidad. En las primeras se colocan las limitaciones de los ratios según la propuesta de normativa. En este ejemplo se ensaya, además, un avance en el calendario de la limitación de liquidez a corto plazo, situándolo unos trimestres antes de la propuesta: segundo 2013, en lugar del primero de 2015.

Al entorno encuadrado en la situación macroeconómica y las restricciones derivadas de las normas regulatorias, se añaden, con distintos niveles de prioridad las restricciones de dinámica contable, de mercado y las directrices estratégicas, que configuran el espacio en donde opera el motor de optimización, cuyo criterio es la maximización del valor de la entidad condicionado a las restricciones. Este valor es interpretado como el valor actual del *cash-flow* de los períodos proyectados más el valor patrimonial neto, actualizado en el último período del horizonte de planificación.

Los resultados para el escenario condicionado, que busca la maximización de beneficios en los seis siguientes trimestres, se muestran en la figura 3. La optimización tiene en cuenta todos los modelos y parámetros de ingresos y costes de cada cartera, así como todas las restricciones impuestas. También tiene en cuenta las pérdidas

de crédito estimadas a partir de los modelos de probabilidad de impago (PD) y pérdida en caso de impago o severidad (LGD).

El motor de optimización toma la decisión de vender parte de la cartera, ya que la rentabilidad que puede obtener con la estructura actual no compensa ni la mora potencial ni el consumo de capital, mostrando que es mejor desprenderse de parte de la cartera hipotecaria, dejar vencer las carteras de financiación de proyectos e hipotecarios, mantener al mínimo, hasta cinco trimestres después del inicio del ejercicio, el préstamo al consumo, aumentando ligeramente en los siguientes trimestres, mantener reducidas las nuevas concesiones de crédito comercial y a un nivel medio en las tarjetas de crédito, aparte de maximizar los ingresos por operaciones no financieras.

Para financiarse, el algoritmo determina obtener fondos de la venta de cartera y endeudarse a plazos más largos de los que mantiene en el balance inicial, debido a que requiere dotarse de activos muy líquidos que le permitan satisfacer la ratio de liquidez a corto, que la hipótesis simulada de avance del calendario en esta ratio le exige. En la figura 4 pueden verse los impactos de estas decisiones.

Figura 4

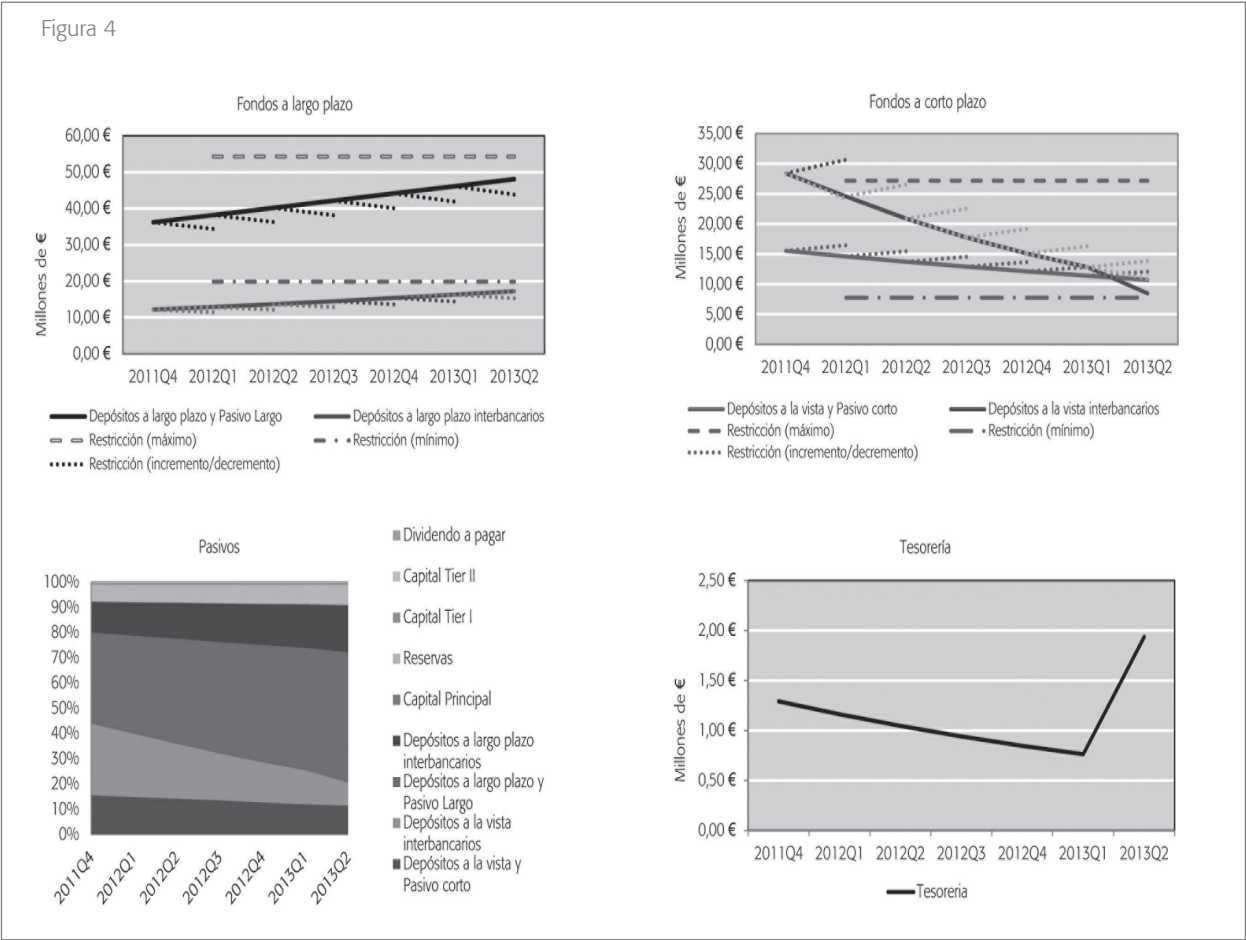


Figura 5

RESULTADOS

Ratios & Gráficos

Proyecciones

Gráficos Detallados

Restricciones

Eliminar Escenario

Restricciones

Descripción	Concepto	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Ratio Neta de Fondos Estables	Restante:	119.632.161,19 €	120.955.285,65 €	122.662.740,36 €	124.764.459,70 €	127.836.158,45 €	128.574.802,06 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Liquidez	Restante:	1.161.610,21€	1.045.449,19 €	940.904,28 €	846.813,86 €	762.132,51 €	0,00 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Apalancamiento	Restante:	78.840.315,05 €	75.515.167,62 €	72.377.548,37 €	70.062.403,62 €	70.549.713,53 €	66.566.912,95 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Capital Total Mínimo más Colchón de Conservación	Restante:	1.188.501,56 €	1.194.168,69 €	1.211.031,51 €	1.124.721,50 €	1.149.684,94 €	1.514.486,74 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Capital Mínimo de Tier 1 más Colchón de Conservación	Restante:	3.227.219,80 €	3.228.245,45 €	3.261.668,08 €	3.210.316,48 €	3.272.506,66 €	3.575.195,97 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Capital Común Mínimo más Colchón de Conservación	Restante:	3.061.348,45 €	3.061.047,97 €	3.099.201,96 €	3.057.838,48 €	3.130.664,88 €	3.415.607,75 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Margen de Decrecimiento de Tarjetas de Crédito	Restante:	1.496.811,77 €	1.616.556,70 €	1.386.093,78 €	1.598.990,12 €	1.937.584,75 €	0,05 €
	Necesario:	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €

Una de las ventajas de la utilización de herramientas formales de optimización es el análisis post-óptimo, que permite calificar las restricciones impuestas en «incumplidas», «innecesarias» y «activas», mostrando además el importe necesario para poder ser satisfechas o activas en los dos primeros casos.

En el ejemplo que nos ocupa podemos ver el impacto de la restricción de liquidez a corto que se convierte en activa, alterando la política de endeudamiento y de inversiones, debido a su presencia. En la figura 5 puede observarse la activación de la restricción de liquidez impuesta en el último período.

Las decisiones tomadas por el sistema son quizás muy súbitas; en un entorno real se utilizarían las restricciones de máximo y mínimo crecimiento relativo, de tal forma que se suavizarían los cambios, asumiendo así criterios que no admiten modelización directa.

Conclusiones

— La normativa reciente y, en particular, el RD-Ley 24/2012 de 31 de agosto, ofrece claras muestras de incorporar la estrategia y toma de decisiones para determinar la viabilidad de una entidad, más allá de un enfoque estático de cumplimiento normativo.

— Hemos generalizado la nueva metodología a entidades que no se encuentran en proceso de reestructuración y que realicen análisis de proyección de balance para accionistas, reguladores y supervisores.

— La necesidad de utilizar métodos, técnicas y algoritmos de optimización viene del incremento de restricciones regulatorias y de mercado. El paso de una metodología de cálculo de riesgo y rentabilidad individual a un sistema regulado es a lo que nos referimos al hablar de «nuevo enfoque metodológico en la regulación financiera».

— En el sector financiero, se han desarrollado conceptos de modelización muy sesgados hacia riesgos y cálculo de precios. Hoy se han extendido y utilizan para todos los aspectos del negocio: *marketing* y comercial, recursos humanos, planificación estratégica y dirección financiera. Desde el punto de vista metodológico, el sesgo se manifiesta en proyecciones basadas en análisis de series, que pierden eficacia cuando hay un cambio de ciclo o la volatilidad es alta, como ocurre en los últimos cuatro años.

— Las decisiones se hacen cada vez más difíciles y complejas, de manera que la integración de modelos

existentes, y su difusión en la entidad, resulta imprescindible.

— Particularmente importante es lo que se refiere a integrar información interna y externa a efectos comerciales, y desarrollar un marketing bien diseñado, efectivo y que pueda evaluarse en sus costes y sus resultados.

— Hemos establecido una orientación única para los requisitos de capital, liquidez y comercial de una entidad financiera, dentro de una estrategia de optimización y proyección del balance de la entidad.

Bibliografía

ARROW, KENNETH J. (1951, 2ª ed., 1963), «Social Choice and Individual Values», Yale University Press.

BALTERNSPERGER, ERNST (1980), «Alternative approaches to the theory of the banking firm», *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 1-37.

COHEN, KALMAN J. (1972), «Dynamic Balance Sheet Management: A Management Science Approach», *Journal of Bank Research*, pp. 9-19.

— (1979), «A Linear Programming Planning Model for Bank Holding Companies», *Journal of Bank Research*, otoño, pp. 152-164.

<http://www.ais-int.com/productos-y-servicios/finanzas/planificacion-financiera/capital-economica-y-stress-testing>.

PIERCE JAMES L. (1972), «The Theory and measurement of bank portfolio selection», *Mathematical methods in investment and finance*, pp. 455-466.

PYLE, DAVID H. (1971), «On the Theory of Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, vol. 26, n.º 3, pp. 737-747.

RUIZ, GUMERSINDO, y TRIAS, RAMÓN (2011), «Financial crisis and risk measurement: the historical perspective and a new methodology», en el libro Óscar Dejuan Ed.: *The first great recession of the 21st century*, Edward Elgar.

TRIAS, RAMÓN (1980), «El Modelo POTS de Planificación Financiera», *Instituto de Economía Aplicada*, enero.

TRIAS, RAMÓN y RODRÍGUEZ, ÁNGEL (1980), «Simulación y optimización en planificación bancaria», *Informática*, diciembre.

Liderazgo empresarial en tiempos de crisis

Ángel Pes*

1. Introducción

Las crisis económicas comienzan cuando los resultados quedan muy por debajo de nuestras expectativas, y duran mientras no corregimos la divergencia entre unos y otras. Por ello, la crisis actual seguirá hasta que nos libremos de dos arraigados espejismos.

Uno es el recuerdo de la euforia anterior al año 2008, que jamás recuperaremos porque el colapso del modelo económico basado en el endeudamiento y en el uso de los recursos naturales como si fueran ilimitados nos obligará a respetar los límites de nuestra capacidad financiera y las exigencias de una economía sostenible, para la cual necesitamos innovación y capacidad emprendedora.

El segundo es la veneración del estado del bienestar, tal como se había construido en Europa durante las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial que, sin embargo, se muestra incapaz de resolver el problema actual más importante: la amenaza del paro de larga duración para las generaciones jóvenes, que no consiguen empleos sobre los que construir sus proyectos de vida.

La acción del sector público, necesaria para evitar el colapso que habría producido la crisis financiera del otoño del año 2008, se ha demostrado claramente ineficaz para establecer un patrón nuevo de crecimiento sostenible. Incluso peligra la Unión Monetaria Europea, inmersa, para salvar al euro, en una carrera contra el tiempo, que marcan los mercados financieros, con el riesgo de abrir una brecha entre las instituciones políticas y una gran parte de la sociedad en los países más frágiles, por ejemplo, Grecia, España e Italia. Como señala Spence: *Para encajar los*

cambios masivos en la economía mundial que tenemos delante [...] necesitaremos novedades en las estructuras de gobierno, nuevas tecnologías, en los sistemas de incentivos, nuevas instituciones, también valores¹

Las dificultades presentes demuestran que hemos llegado al límite del modelo que las ha producido; por tanto, ni el endeudamiento ni el consumo ilimitado de recursos servirán para fundamentar la economía del futuro; en su lugar, deberemos desarrollar un modelo sostenible, tanto desde la perspectiva financiera, como del medio ambiente.

En el intervalo entre lo viejo que ya no funciona y lo nuevo que aún no ha tomado el relevo, vivimos en la incertidumbre que ahora mismo se ha instalado en la sociedad española, sin un horizonte claro al que dirigirse, paralizada entre políticas nacionales impotentes y políticas europeas insuficientes para iluminar el futuro que queremos construir.

Para sacar partido de la crisis actual nos conviene sustituir la incertidumbre presente por el apoyo categórico a los valores inclusivos propios de las sociedades democráticas; aquellos que permiten y fomentan la participación de la gran mayoría en actividades económicas que hacen el mejor uso de sus habilidades y capacitan a las personas para tomar sus decisiones. De acuerdo con ello, este artículo argumenta la propuesta siguiente: el futuro pertenece a las sociedades que faciliten el despliegue de la capacidad emprendedora de sus ciudadanos -aquellas que defienden y fomentan la libertad-, porque alumbrarán las nuevas iniciativas que convertirán los problemas actuales en oportunidades para mejorar la calidad de las instituciones en que se organiza la sociedad.

* Presidente de la Red Española del Pacto Mundial.
www.pactomundial.org

¹ *The next Convergence*. Michael Spence. Farrar, Straus and Giroux, New York, 2011.

2. Déficit de liderazgo

La incertidumbre actual delata la falta de liderazgo, es decir, la carencia de propuestas que movilicen a la sociedad española, ya que un signo distintivo del liderazgo es la capacidad de proponer un camino hacia el futuro, diferente de la simple proyección del pasado. *Crear una visión para el futuro, que se desvíe significativamente del pasado, y requiere grandes cambios para su realización*².

Esta carencia de objetivos produce la queja por la ausencia de líderes, que en realidad es un síntoma, pues cuando hay proyectos también surgen sus portavoces, y el «carisma» que los convierte en líderes, su capacidad de seducir, depende de las ilusiones conscientes o inconscientes que las propuestas despiertan en sus seguidores.

Los proyectos inspirados por la voluntad de liderazgo exigen grandes cambios para su realización, con el fin de enfrentarlos a dos fuerzas muy poderosas: en primer lugar, a los grupos cuyos intereses amenazan y, en segundo lugar, a la resistencia de las sociedades ante propuestas que se desvían significativamente del pasado.

Un ejemplo de la primera lo constituye la fuerte y eficaz oposición del *lobby* de Wall Street a un mayor control, a pesar del evidente fracaso de la regulación existente para impedir los increíbles excesos cometidos por numerosas entidades, tanto en Estados Unidos como en Europa, que habían implantado sistemas de gestión orientados al máximo beneficio a corto plazo, al precio de incurrir en conductas muy arriesgadas, para justificar los escandalosos honorarios asignados a los responsables de las entidades.

A pesar de su fuerza, la oposición de los intereses creados a perder sus ventajas palidece ante la resistencia al cambio, una conducta común en todas las sociedades. Por ejemplo, la sociedad española se ha mostrado muy reticente a cambiar la regulación del mercado laboral, aunque una tasa de paro cercana al 25%, que alcanza casi el 50% entre los jóvenes, demuestra que es un impedimento para la creación de empleo.

Las sociedades ofrecen resistencia al cambio en todas partes y en todas las épocas, aunque *el crecimiento económico sostenido exige innovación, y la innovación implica destrucción creativa, que sustituye*

*lo viejo por lo nuevo en el ámbito de la economía, y también desestabiliza las relaciones de poder existentes en el ámbito político*³.

En su vertiente positiva, las crisis debilitan tanto la fuerza de los intereses creados como las resistencias; de hecho, empujan a las sociedades hacia el cambio, si bien solo los países que saben aprovecharlas las convierten en palancas para mejorar, como demuestra el ejemplo de España en la crisis de los años 1977-1985. Aquel éxito fue posible porque la fuerza de un futuro en democracia, unidos a los países de la Comunidad Europea, superó todas las resistencias que se le oponían, algunas tan contundentes como el intento de golpe de estado del 23 de febrero de 1981.

3. Liderazgo empresarial y Responsabilidad Corporativa (RC)

En los países desarrollados la actividad económica se sustenta en la libertad de empresa y a la recíproca: las empresas florecen en los estados que promueven y respetan la iniciativa privada. Entre sociedad y empresa se establece una simbiosis: por una parte, la primera facilita el marco legal para proteger los derechos de las empresas, por ejemplo la seguridad jurídica, los medios para hacerlos cumplir—orden público y sistema judicial—, el sistema educativo, que permite contratar a las personas con la preparación adecuada, y las infraestructuras, imprescindibles para operar con eficiencia—vías de comunicación, redes electrónicas, puertos, aeropuertos etcétera.

Por su parte, los empresarios moldean la sociedad e impulsan su evolución a lo largo del tiempo mediante el impacto social de una actividad orientada a conseguir el objetivo propio de las empresas, que es la producción y/o distribución de bienes y servicios, creando así valor económico en el proceso.

El liderazgo empresarial se fundamenta en la poderosa influencia de la economía en la configuración de la sociedad, combinada con la legitimidad que adquieren las empresas a los ojos de la mayoría de ciudadanos cuando actúan de acuerdo con los atributos propios del liderazgo: compromiso con el futuro de la sociedad, integridad, autenticidad y responsabilidad en sus acciones⁴.

³ *Why Nations fail*. Daron Acemoglu, James A. Robinson. Crown Publishers, New York, 2012.

⁴ *Creating Leaders: An Ontological/Phenomenological Model*. W. Erhard, M. Jensen, K. Granger <http://ssrn.com/abstract=1681682>

² *A New Model of Leadership*. Allan L. Scherr, Michael C. Jensen. <http://papers.ssrn.com/abstract=920623>

La Responsabilidad Corporativa contribuye al liderazgo de las empresas en la sociedad haciendo compatible el interés privado con la dimensión social de su actividad, de manera que formen parte de las soluciones a los desafíos que la sociedad afronta. Por otra parte, la ejecución responsable de la actividad de las empresas depende, en esencia: 1) de su propósito, 2) de los valores que las sustentan, y 3) de la amplitud de su perspectiva.

3.1 El propósito de las empresas

Crear valor compartido

Las empresas se diferencian del resto de instituciones por su propósito de crear valor económico. La Responsabilidad Corporativa deriva del impacto que las empresas producen en la sociedad para alcanzar su objetivo y se demuestra cuando, para conseguirlo, desarrollan una estrategia orientada a:

- Maximizar la creación de valor compartido para sus propietarios/accionistas y para las demás partes interesadas, y la sociedad en sentido amplio.
- Identificar, prevenir y atenuar sus posibles consecuencias adversas⁵.

Para crear valor compartido es necesaria una estrategia orientada a incrementar la productividad de la empresa que, al mismo tiempo, mejore las condiciones económicas y sociales de las comunidades donde opera. Por lo tanto, no se trata de redistribuir un valor previamente creado, ni de un programa de filantropía⁶.

Como toda obra humana, los proyectos empresariales nacen de las múltiples motivaciones de las personas que los promueven; por ejemplo, realizar una aspiración personal, mejorar las condiciones de vida del entorno, ganar dinero, aplicar una idea innovadora, emular a otro empresario, sentirse el director de su propia vida, tener una ocupación cuando encontrar trabajo asalariado resulta imposible, mantener la tradición familiar, ascender socialmente, etcétera.

En una economía de mercado, la variedad de propósitos no impide que todas las empresas estén sujetas a dos

leyes que no se pueden obviar en ningún caso: 1) Se mantienen las que generan beneficios, y 2) Solo con nuevas inversiones es posible adaptarse a los cambios inducidos por la competencia y la innovación. *Porque la finalidad de la empresa no es solo generar beneficios, sino las condiciones para continuar generándolos. Y la principal de estas condiciones es no detenerse, concebirse y actuar como tal empresa, es decir, como proyecto en marcha y, por lo tanto, como proyecto interminable... Es tan importante trabajar para obtener beneficios como crear las condiciones para continuar obteniéndolos. Asegurar la continuidad de la empresa como proyecto interminable*⁷.

3.2 Valores Corporativos

El denominador común de las empresas, crear valor económico, no sirve para comprender lo que cada una de ellas tiene de específico; es decir, las razones de su éxito que, en régimen de competencia, se basa en las diferencias respecto a sus competidores: Apple ha tomado un rumbo distinto del de Microsoft; Mercadona no sigue los pasos de Carrefour; Mango y Zara producen y venden ropa por caminos distintos, ambas con buenos resultados.

Para diferenciarse de la competencia, los ingredientes que distinguen a una empresa deben ser duraderos y difíciles de imitar. Por este motivo, los activos intangibles, más ligados a la personalidad de la empresa que a su actividad, resultan decisivos. Por ejemplo, el prestigio de Mercedes, adquirido por la calidad de los automóviles producidos, el liderazgo de Apple por su capacidad innovadora, o la popularidad de Coca Cola por los valores que transmite mediante su comunicación son fundamentales para la opinión que los distintos grupos de interés: accionistas, clientes, empleados y administración tienen de estas compañías.

La personalidad de una empresa se define por sus características permanentes, decantadas por su historia, en cuya raíz encontramos los valores corporativos, los principios que inspiran su conducta a lo largo del tiempo; ellos dan sentido social al propósito específico de la empresa, que debe comportarse desde el primer día y durante toda su existencia con plena significación para su entorno. Los valores corporativos fundamentan la cultura de la empresa y su estrategia; todo ello se condensa en la marca, con la cual se identifican los distintos grupos de interés, siempre que adviertan coherencia entre los valores enunciados por la compañía y las conductas percibidas por aquellos.

⁵ Comisión Europea. Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:ES:PDF>

⁶ *Creating shared value*. Michael Porter and Mark Kramer. Harvard Business Review enero/febrero 2011.

⁷ *Emprender con responsabilidad*. Ángel Pes y Norbert Bilbeny. LID Editorial Empresarial, Madrid 2012.

3.3 Responsabilidad Corporativa en la economía global⁸

La relación entre empresa y sociedad evoluciona, y a partir de finales del siglo XX, la preocupación social [...] dio pie a la aparición del movimiento ciudadano, con particular exigencia sobre la función social y medioambiental de las empresas⁹

La globalización ha ampliado el terreno de juego de las empresas hasta alcanzar el mundo entero y no solo para las multinacionales de toda la vida, como las de alimentación, las farmacéuticas o las petroleras. En la actualidad, casi todas las compañías de dimensión media deben internacionalizar su cadena de valor para mantenerse en el mercado: por una parte, los suministros provienen de los países en desarrollo, en los que compran o bien elaboran, de manera total o parcial, los productos que venden y, por la otra, la competencia obliga a buscar clientes en todos los mercados, en el nacional y en el internacional. En la economía global, la buena reputación corporativa es cada vez más necesaria para ganarse la confianza de los clientes y el comportamiento responsable, en relación al medio ambiente, a los derechos humanos y a las condiciones laborales, contribuye a ello de forma decisiva.

Este compromiso con los valores de las sociedades libres puede demostrarse, por ejemplo, asumiendo los principios del Pacto Mundial promovido por Naciones Unidas, que pide a las empresas que hagan suyos, apoyen y lleven a la práctica un conjunto de valores fundamentales en materia de derechos humanos, normas laborales, medio ambiente y lucha contra la corrupción. (Ver recuadro).

4. Liderazgo empresarial versus valor para el accionista

En definitiva, las empresas crean valor económico para perdurar, pues los recursos necesarios para asegurar la continuidad del propósito fundacional provienen del beneficio generado y de las aportaciones de nuevo capital que aquel atrae. De este hecho, los economistas de la escuela de Chicago dedujeron que el único propósito de

las empresas consistía en obtener el máximo beneficio para el accionista (*maximizing shareholder value*), que se ha convertido en artículo de fe para muchos académicos y financieros, aunque hay al menos tres hechos que lo refutan.

En primer lugar, «el accionista» no existe. Las sociedades anónimas cotizadas tienen miles de accionistas, con una gran disparidad de intereses. Por ejemplo, en abril de 2011, Telefónica tenía 1.420.849 accionistas¹⁰, todos ellos con participaciones menores al 6% del capital.

Esto significa que la idea de un único «valor para el accionista» es intelectualmente incoherente, porque diferentes accionistas valoran cosas distintas. También significa que las estrategias de negocio orientadas a incrementar el precio de la acción sirven a algunos accionistas en detrimento de otros. La ideología del valor para el accionista se centra en los intereses de un reducido subgrupo de accionistas, aquellos con una visión más a corto plazo¹¹.

En segundo lugar, la relación de los accionistas con los gestores de las empresas no responde al modelo propietario/agente, como sostienen los defensores de la maximización del valor para el accionista, porque este no es el propietario de la compañía.

Las empresas son entidades jurídicas independientes que se pertenecen a sí mismas, poseen bienes a su propio nombre, deciden los contratos que firman, y cometen sus propios agravios¹².

El concepto legal «persona jurídica» capta perfectamente la autonomía de las empresas ya que, desde la abolición de la esclavitud, nadie puede ser propietario de una persona. Ni siquiera los padres son propietarios de su hijo recién nacido, aunque sea incapaz de valerse por sí mismo. Los accionistas tienen unos derechos bien definidos, que pueden defender como crean oportuno; pueden vender sus acciones, votar según sus intereses en las juntas de accionistas, escoger los miembros del consejo de administración, obtener los dividendos que le correspondan, o acudir a los tribunales. Sin embargo, no pueden ejercer funciones propias de la condición de propietario, como por ejemplo comprar o vender un bien en nombre de la empresa, comprometerla en una operación firmando un contrato, etcétera.

⁸ Este apartado se ha extraído del libro *Emprender con Responsabilidad*, citado en la nota 7.

⁹ «La relación empresa-sociedad en la crisis actual». Justo Villafañe y María José Canel. En *Informe Anual 2012*. La comunicación empresarial y la gestión de los intangibles en España y Latinoamérica. Pearson Educación S.A. Madrid 2012.

¹⁰ http://www.telefonica.com/es/shareholders_investors/html/accion/participaciones.shtml

¹¹ *The problem of Corporate Purpose*. Lynn A. Stout <http://www.brookings.edu/research/papers/2012/06/18-corporate-stout>

¹² *The problem of Corporate Purpose*. Lynn A. Stout

RECUADRO

El Pacto Mundial

En 1999, en el Foro Económico Mundial de Davos (Suiza), el secretario general de Naciones Unidas propuso un Pacto Mundial entre Naciones Unidas y el mundo de los negocios.

El Pacto Mundial pide a las empresas que hagan suyos, apoyen y practiquen un conjunto de valores fundamentales en materia de:

- Derechos humanos
- Normas laborales
- Medio ambiente.
- Lucha contra la corrupción

La fase operacional del pacto se inauguró el 26 de julio de 2000 en la sede de Naciones Unidas en Nueva York. El fin de este pacto es que todos los pueblos del mundo compartan los beneficios de la mundialización, e inyectar en el mercado mundial los valores y las prácticas fundamentales para resolver las necesidades socioeconómicas.

El secretario general ha pedido a las empresas del sector privado que hagan suyos los diez principios del pacto y los apliquen en su actividad. Pide también a los dirigentes de organizaciones laborales y de la sociedad civil que participen en el pacto y lo utilicen como foro de diálogo sobre diversas cuestiones polémicas ligadas a la mundialización y el desarrollo.

La primera reunión, a la que asistieron dirigentes de los tres sectores, se celebró en el año 2000

LOS DIEZ PRINCIPIOS

Derechos humanos

1. Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos proclamados en el ámbito internacional.
2. Las empresas deben asegurarse de no ser cómplices en abusos a los derechos humanos.

Normas laborales

3. Las empresas deben respetar la libertad de asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva.
4. Las empresas deben eliminar todas las formas de trabajo forzoso u obligatorio.
5. Las empresas deben abolir de forma efectiva el trabajo infantil.
6. Las empresas deben eliminar la discriminación con respecto al empleo y la ocupación.

Medio ambiente

7. Las empresas deben apoyar los métodos preventivos con respecto a problemas ambientales.
8. Las empresas deben adoptar iniciativas para promover una mayor responsabilidad ambiental.
9. Las empresas deben fomentar el desarrollo y la difusión de tecnologías inofensivas para el medio ambiente.

Lucha contra la corrupción

10. Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluyendo la extorsión y el soborno.

Fuente: http://www.unglobalcompact.org/Languages/spanish/Los_Diez_Principios.html.

Lo anterior no contradice que los accionistas sean uno de los grupos de interés más relevantes para la empresa, junto con los clientes y los empleados. Las compañías invierten para asegurar su continuidad, y muy a menudo deben apelar al mercado para obtener el capital necesario. Por ello, la política de dividendos, la evolución del precio de la acción, la transparencia en la gestión y la opinión de los analistas influyen en el comportamiento de los inversores. Contar con accionistas satisfechos es una ventaja competitiva para las empresas que deben acudir a los mercados financieros.

En tercer lugar, muchas compañías cotizadas, con prolongado éxito, se proponen objetivos muy distintos al de la maximización del valor para el accionista. Todos los empresarios saben que el futuro de su compañía depende en gran medida de las actitudes que suscita entre sus clientes y sus empleados. Por ello, una buena misión para una empresa debe ser una guía viva para los clientes y los empleados. Este es el caso, por ejemplo en Danone, Bertelsmann y Johnson & Johnson, para las cuáles la misión explica para que existe la compañía e incluso define lo que puede y no puede hacer¹³.

En realidad, todas las empresas de largo recorrido encajan en esta descripción. Generalmente, el objetivo de

rentabilidad se cifra en obtener un rendimiento del capital que garantice el crecimiento y la continuidad de la compañía, conceptos más orientados al largo plazo que a los resultados trimestrales.

Conclusión

La experiencia de los países desarrollados demuestra que las sociedades prosperan facilitando la libertad de iniciativa de los ciudadanos. No obstante, cuando la prosperidad no llega a la gran mayoría de la población y las desigualdades son escandalosas, la libertad de empresa pierde apoyo en la sociedad, como ha pasado, a causa de la crisis, con el discurso que asigna a las corporaciones el objetivo único de maximizar el valor para el accionista, a menudo entendido como la cotización en bolsa de las acciones. En consecuencia, ahora es el momento de formular un relato nuevo sobre la función social de las empresas, del cual la responsabilidad corporativa será un pilar, si aquellas la asumen como una oportunidad para construir su oferta de acuerdo con los valores sociales emergentes del respeto al medio ambiente y a los derechos humanos. De esta manera, la responsabilidad corporativa reforzaría el atractivo de una sociedad emprendedora para todos los ciudadanos.

¹³ *Building respected companies*. Jordi Canals. Cambridge University Press, New York. 2010

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1) Facebook reacciona con soluciones de publicidad para móviles

La primera red social del mundo por número de usuarios está trabajando duro. Facebook ha desarrollado varias soluciones de publicidad para el sector móvil, como Exchange, que permite a las compañías rastrear la navegación de los usuarios para proporcionar publicidad personalizada, los *post* patrocinados, la publicidad dentro de aplicaciones y la posibilidad de descargar aplicaciones directamente desde sus anuncios.

Y precisamente gracias a estas soluciones, está logrando tomarle el pulso a su negocio móvil. Al menos, eso se deduce de las cuentas de Facebook para los últimos tres meses, en los que ha logrado incrementar sus ingresos publicitarios en un 36%, hasta 1.090 millones de dólares. De esta cifra, el 14%, según la empresa, corresponde a ingresos por publicidad en dispositivos móviles: 153 millones de dólares.

En su anterior trimestre, los expertos advirtieron y los mercados castigaron a la empresa de Mark Zuckerberg por su incapacidad para generar rentabilidad en el sector móvil. Hoy, con 600 millones de usuarios activos mensuales conectándose a través de los móviles, Facebook se ha visto obligada a implementar herramientas para obtener ingresos de esta amplia base de perfiles.

Gracias en buena medida a las soluciones de publicidad para *smartphones*, los ingresos totales de la compañía han crecido un 32% en el trimestre, hasta situarse

en 1.262 millones de dólares, por encima de las estimaciones de los analistas (1.230 millones). Aunque los expertos advierten: aún es pronto para determinar si es un éxito tan rotundo como parece y temen que los cambios terminen por alienar a los usuarios.

Por ahora, Facebook sigue obteniendo la mayoría de sus ingresos por medio de la web, un servicio en que también ha incluido novedades para atraer ingresos, como *gifts* (que permite comprar regalos reales para contactos de la red a través de tiendas *online* que colaboran con la empresa) o los *post* promocionados para usuarios por un precio de siete dólares cada uno.

A pesar de todo, en la segunda presentación de resultados de Facebook desde su salida a Bolsa, el pasado 18 de mayo, la red social ha arrojado unas pérdidas netas de 59 millones, a pesar de lo cual sus acciones se dispararon casi un 20% al alza en Wall Street el día que se dieron a conocer esos resultados trimestrales, gracias a una más que notable evolución de sus ingresos vía *smartphone*.

Pese a esa reacción alcista, las acciones de Facebook cotizaban a finales de octubre por debajo de 25 dólares, muy inferior a su precio de salida a Bolsa, que fue de 39 dólares. La red social se alejaba así de sus mínimos históricos de 17,55 dólares, pero seguía sin lograr recuperar la cotización que marcó en su debut bursátil.

1.1) El talento mejor pagado

Por otra parte, los ingenieros de *software* que trabajan para Google y Facebook son algunos de los mejor

pagados de Silicon Valley (California, EEUU). Según los últimos datos proporcionados por GlassDoor, firma especializada en información sobre empleos y salarios, ambas empresas pagan más a sus trabajadores que Apple o Zynga, entre otros.

El diario *The Wall Street Journal* se ha hecho eco de esta noticia y señala que Google es la empresa mejor posicionada en la región para acaparar el talento, ya que ofrece a sus ingenieros de *software* un sueldo medio de 128.336 dólares al año (unos 98.000 euros).

Sin embargo, Facebook está dispuesta a plantarle cara; en su carrera para hacerse con el talento antes que sus rivales, la empresa de Zuckerberg paga a sus desarrolladores una media de 123.626 dólares al año (más o menos 94.000 euros). En 2011, la red social ofrecía sueldos más bajos, pero los ha incrementado en un 31% para reducir su distancia con Google.

Por su parte, Apple se sitúa en el tercer puesto en cuanto a los salarios que paga a sus ingenieros de *software*, 114.413 dólares al año (87.000 euros), mientras que la empresa creadora de juegos *online* Zynga paga 105.568 dólares (80.500 euros).

En cualquier caso, los salarios de estos trabajadores en Silicon Valley están por encima de la media estadounidense de desarrolladores, que ganan según Glassdoor, unos 92.648 dólares (unos 76.000 euros).

La importancia de estos datos y su relevancia para las empresas a la hora de captar trabajadores con valor añadido queda clara al tener en cuenta ejemplos como Groupon, Zynga o Facebook. Tal y como señala *The Wall Street Journal*, la caída en picado de las cotizaciones de estas compañías tras su salida a Bolsa ha «empobrecido» a sus trabajadores que recibieron acciones de estas firmas tecnológicas.

Zynga por ejemplo, además de sufrir el desplome de sus acciones desde 15,91 dólares a 2,55, es una de las que peor paga en Silicon Valley, lo que determina una menor atracción de cerebros creativos y una menor competitividad en un sector tan exigente como el tecnológico.

2) Florentino Pérez vuelve a refinanciar *in extremis* la deuda de ACS

La compañía Cobra Instalaciones y Servicios, filial de ingeniería de ACS, que depende en gran medida de los

contratos con las diferentes operadoras de telecomunicaciones como Telefónica, ha servido de garantía para que Florentino Pérez, el presidente de ACS y del Real Madrid, haya podido refinanciar parte de la deuda de la constructora.

Según la memoria de actividades de Cobra, la compañía fue puesta en garantía el pasado febrero para que ACS pudiera refinanciar un préstamo sindicado de 1.377 millones de euros que vencía en julio de este año, y que finalmente se prolongará hasta 2015.

El importe garantizado proviene de 2005, cuando Caja Madrid concedió un crédito de 1.500 millones de euros a ACS, que en principio vencía en 2010. Sin embargo, antes del vencimiento la constructora llegó a un acuerdo para alargar el plazo, tal y como ha hecho ahora gracias a la garantía de Cobra.

Entre los principales clientes de Cobra figuran las grandes operadoras de telecomunicaciones, en especial Telefónica, de la que depende una parte mayoritaria de su negocio, ya que la empresa está especializada en el mantenimiento e instalación de las redes de cables. Aunque es menos conocida que otras filiales del grupo, debido a que no cotiza en bolsa, su importancia para la empresa que preside Florentino Pérez es capital. Con casi 27.000 empleados, Cobra factura anualmente 1.100 millones de euros.

No es la primera vez que ACS logra salvar *in extremis* la refinanciación de una deuda. Un caso similar ocurrió la pasada primavera, cuando logró a última hora refinanciar 506 millones de euros de la deuda de su filial de medio ambiente Urbaser.

3) Ana Botella rescata el plan de expansión madrileña de El Corte Inglés

Los acuerdos de Alberto Ruiz-Gallardón con las multinacionales con sede en la capital no han caído en saco roto. La sucesora del actual ministro de Justicia en el Ayuntamiento de Madrid, Ana Botella, ha rescatado del olvido las promesas de Gallardón a El Corte Inglés, y ha dado vía libre a la ampliación de edificabilidad de los centros de Campo de las Naciones, Méndez Álvaro y Serrano.

El presidente del grupo de distribución, Isidoro Álvarez, puede estar contento. Tras varios años acumulando polvo sobre alguna mesa, la alcaldesa de Madrid ha recuperado la operación que Gallardón empezó a gestar en 2009

para permitir que El Corte Inglés ampliase varios de los centros con los que cuenta en la capital.

La Comisión de Urbanismo del Ayuntamiento de Madrid ha dado luz verde, con los votos favorables en solitario del PP y el rechazo de PSOE, IU y UPyD, a la ampliación de edificabilidad de centros de El Corte Inglés e Hipercor en Campo de las Naciones, Méndez Álvaro y Serrano.

Según han indicado fuentes del consistorio, los primeros pasos para aprobar este proyecto se dieron este verano, cuando el Ayuntamiento modificó el Plan General de Ordenación Urbana (PGOU) para autorizar esta ampliación de la edificabilidad de la superficie de estos centros, de más de 25.000 metros cuadrados.

Esas mismas fuentes han reconocido que El Corte Inglés, a cambio, entregará al Gobierno municipal que dirige Botella dos parcelas de un total de 7.762 metros cuadrados, una de ellas de 3.882 metros para zonas verdes y otra de 3.880 para equipamiento público. Además, el grupo que preside Isidoro Álvarez ha decidido compensar la edificabilidad residencial de las zonas donde ampliará su negocio con 9,8 millones de euros.

3.1) Nuevo hotel, con mucha herencia

Y la alcaldesa no para. También está decidida a dar un lavado de cara al centro de Madrid. Tras anunciar una remodelación de la Puerta del Sol, el Ayuntamiento de Madrid ha resuelto transformar el histórico edificio de la Casa de la Carnicería, ubicado en la Plaza Mayor, en un hotel de lujo. El consistorio ya está preparando los pliegos de la concesión con la que se impulsará este proyecto.

Según han indicado fuentes del Ayuntamiento, «se está elaborando el contrato de concesión de obra pública para la redacción, ejecución y explotación de este proyecto», que transformará la Casa de la Carnicería en un establecimiento hotelero, aunque todavía no se ha fijado la fecha para la puesta en marcha del concurso.

Recientemente, el vicealcalde madrileño, Miguel Ángel Villanueva, reconocía que este proyecto ya tiene pretendientes, aunque no quiso avanzar el nombre de ninguno de ellos porque «hay que esperar el proceso administrativo de licitación que está en marcha».

Cadenas españolas como Meliá, Barceló o NH Hoteles, e internacionales como Hilton, Sheraton o Four Seasons podrían presentarse al concurso público para gestionar este hotel de lujo, un proyecto que se llevará

a cabo después de que la Comunidad de Madrid autorizase el pasado mes de abril la transformación de la Casa de la Carnicería. El Gobierno municipal dijo dar su visto bueno para propiciar la recuperación y rehabilitación integral del edificio, catalogado como Bien de Interés Cultural, así como favorecer la actividad económica y turística de la zona.

Tras obtener el permiso del Ejecutivo madrileño, Ana Botella se puso manos a la obra para poner en marcha este proyecto, y el pasado 4 de octubre la Junta de Gobierno aprobó la elaboración de los pliegos pertinentes.

La idea del Ayuntamiento de Madrid de convertir en hotel la Casa de la Carnicería para «potenciar el sector turístico del centro de la ciudad» viene de lejos, ya que fue el 25 de febrero de 2010, con Alberto Ruiz-Gallardón como alcalde, cuando se acordó la modificación del Plan General de Ordenación Urbana para cambiar los usos de este espacio, aunque no fue hasta el pasado 19 de abril cuando dicha modificación se llevó a cabo.

4) Wayra viste de gala a sus «startups» en Miami

Wayra, la aceleradora global de *startups* tecnológicas de Telefónica Digital anunció su primer *Demo Day* internacional el próximo 12 de diciembre en Miami (EEUU). Durante este encuentro presentará ante la comunidad inversora estadounidense, reunida en el marco de la Americas Venture Capital Conference (AVCC), una selección de las *startups* aceleradas durante este año en sus doce sedes de Latinoamérica y Europa.

El conjunto de empresas que participará en este primer Global demoDay 2012 guarda un cuidado equilibrio en lo que respecta al grado de madurez y desarrollo de los productos, diversidad geográfica, tamaño de mercado y áreas de negocio. Las *startups* presentarán propuestas innovadoras a problemas y oportunidades de negocio actuales en áreas tales como *cloud computing*, vídeo, HTML5, servicios financieros, aplicaciones móviles, *e-Health* y seguridad, entre otras.

Las academias de Wayra en Madrid y Barcelona estarán representadas por las siguientes compañías: Bevelity, especializada en tecnología 3D; Cognicor, servicio automatizado especializado en la gestión de reclamaciones de usuarios; Coquetame, un servicio de *personal shopper*; Invoost, juego especializado en la compra-venta de acciones; y TedCas, empresa centrada en el desarrollo de *interfaces* para asistencia médica. Todas ellas tendrán

la oportunidad de exponer ante inversores regionales y del ecosistema norteamericano su potencial de inversión.

Gonzalo Martín-Villa, consejero delegado de Wayra Global, destaca que este evento «abre paso a una nueva etapa para la compañía, en la que buscamos mostrar el esfuerzo de los emprendedores en su camino de desarrollo y los resultados del modelo de aceleración que Wayra les ha aportado en estos últimos meses. También representa una muestra fiel de nuestro compromiso original como aceleradora, poner de manifiesto el talento emprendedor existente en Latinoamérica y Europa, y facilitarles todos los espacios posibles para que puedan capturar oportunidades de crecimiento a una escala global».

The LAB Miami, un espacio de *co-working* en el emergente distrito emprendedor y artístico de Wynwood, será la sede del encuentro que reunirá a las 17 *startups* junto a más de un centenar de inversores de capital riesgo, *business angels* y emprendedores del ecosistema estadounidense.

El interés demostrado por parte de los fondos inversores en mercados en expansión de Latinoamérica, sumado al potencial innovador europeo, hacen que esta sea una excelente oportunidad para reunir a *startups* con redes de capital en Estados Unidos. El Wayra Global demoDay 2012 también servirá de punto de encuentro para la red internacional de fondos Amérigo, lanzada por Telefónica en los últimos meses.

El evento de Miami, es el primero de una serie que Wayra convocará a lo largo del próximo año para mostrar el potencial de sus empresas aceleradas en Alemania, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, España, Irlanda, México, Perú, Reino Unido y Venezuela. Hasta la fecha, ya son más de 170 las *startups* que Wayra ha ayudado a crecer, con impacto en el desarrollo de miles de emprendedores y una valiosa contribución a la creación de fuentes de empleo tecnológico en los países donde opera.

5) Las exigencias de las inmobiliarias extranjeras respecto al «banco malo»

El Gobierno español se esfuerza por que la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), verdadero nombre del *banco malo*, resulte lo más atractiva posible. Sin embargo, cada vez encuentra más problemas: el último, la exigencia de financiación por parte de las inmobiliarias extranjeras, que correría a cargo de la banca sana, a cambio de la compra de los activos inmobiliarios.

El director general del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), Antonio Carrascosa, ha mantenido ya encuentros con inversores internacionales, pero éstos le han hecho saber que entre una de sus principales condiciones para invertir en el banco malo pasa porque las entidades bancarias sanas les otorgaran financiación para poder realizar esta inversión.

Esta exigencia añade aún más problemas al ministro de Economía, Luis De Guindos, que ya ha encontrado suficientes reticencias de los grandes bancos españoles (Santander, BBVA y La Caixa) en otorgar su apoyo al proyecto.

Por si fuera poco, los inversores internacionales tampoco se fían de la valoración que hará de los pisos el Banco de España, por lo que prefieren tener un contacto directo con los promotores, ya que consideran que conocen mejor sus productos. A finales de octubre, al cierre de esta edición, la gran incógnita del proceso seguía siendo el precio de transmisión de los activos inmobiliarios a la sociedad, una duda que se esperaba resolver en noviembre.

Tanto si el Banco de España se pasa como se queda corto, podría causar graves perjuicios y un agravamiento de la crisis. Por un lado, si el precio que se paga por los activos inmobiliarios resulta demasiado generoso, el banco malo posteriormente se vería obligado a venderlos a un precio inferior e incurrir en pérdidas, por lo que los inversores no se arriesgarán a invertir en él, a pesar de que el negocio en principio se plantea para obtener rentabilidad a largo plazo, en un horizonte de entre diez y quince años.

Por otro lado, si se paga un precio inferior al que aparece en los balances de los bancos, serán éstos los que deberán asumir pérdidas contables.

En el caso de que ningún inversor internacional se acerque finalmente al banco malo, el Ejecutivo presionará para que sean los bancos sanos los que acaben invirtiendo. Por ello, y en un nuevo intento para atraer al proyecto a Santander, BBVA y La Caixa, se permitirá que estas entidades paguen las acciones de la Sareb con sus propios activos inmobiliarios.

6) «El País», en el centro de mira de la competencia foránea

El ERE que Juan Luis Cebrián quiere imponer en el diario *El País*, que afecta a 149 personas, está siendo

muy seguido por la prensa internacional. La noticia se publicó en los grandes medios europeos y estadounidenses. Ahora, el *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, el diario de mayor tirada en Alemania tras el sensacionalista *Bild*, analiza al detalle los porqués del recorte y acusa al presidente de Prisa de haber transformado «una de las marcas de medios más exitosas de España en un juguete de tahúres de Wall Street».

El artículo lo firma Paul Ingendaay, corresponsal de cultura en Madrid del diario alemán. Precisamente, su texto abría a cinco columnas la sección de la edición impresa del rotativo con el titular «Capitalistas de casino devoran periodistas». Ingendaay comienza su trabajo contando la reunión que mantuvieron Cebrián y el director del periódico, Javier Moreno (quien fue corresponsal en Alemania, recuerda el rotativo), con 18 personas para comunicarles los despidos. Fue el 6 de octubre. También se anunció una rebaja del 15% en el sueldo de los que se queden.

El corresponsal del *Frankfurter* destaca que en esa reunión Cebrián advirtió a los trabajadores de que ya no pueden seguir viviendo tan bien, para señalar a continuación que el presidente ejecutivo de Prisa, cargo al que accedió el pasado julio, ganó 13 millones de euros en 2011. Además, recuerda que Cebrián, de 68 años, «cree que los redactores mayores de 50 son demasiado viejos para *El País*».

El artículo también aclara que sin la deuda acumulada por Prisa bajo la desastrosa gestión de Cebrián, no se entendería este recorte. Ingendaay se pregunta: «¿Y por

qué va a pagar la redacción por los errores de gestión de la dirección de la empresa?».

7) Éxitos de la productora de cine de Telecinco

El espectacular estreno de *Lo imposible* y la buena racha de *Las aventuras de Tadeo Jones* se han convertido en el mayor éxito de la filial cinematográfica de Mediaset España, Telecinco Cinema.

La película *Lo imposible*, basada en la historia real de una familia española durante el *tsunami* que arrasó varios países asiáticos en 2004 y dirigida por Juan Antonio Bayona, ha batido récords en la historia del cine español en su estreno, con 1,4 millones de espectadores en los primeros cuatro días de exhibición, demostrando que en España «podemos hacer películas que compitan con el cine norteamericano», según Ghislain Barrois, consejero delegado de Telecinco Cinema.

La película, producida en colaboración con Apaches Entertainment, ha entrado directamente al séptimo puesto del Box Office mundial, un dato especialmente relevante si se tiene en cuenta que se ha estrenado sólo en España.

Por otra parte, *Las aventuras de Tadeo Jones* se convirtió en sus primeras cinco semanas de vida en la película más taquillera del año y en la cinta española de animación más vista de la historia, además de ocupar el segundo puesto del Box Office nacional tras aumentar su recaudación un 42%.

Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de Funcas

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*: "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

Fecha de actualización: 31 de octubre de 2012

A. Dinero y tipos de interés							
INDICADOR	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Agosto	2012 Septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,9	1,7	2,2	2,8	2,7	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,4	0,9	1,4	0,3	0,2(a)	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,3	1,4	2,0	0,8	0,6(a)	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	6,6	5,6(a)	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	8,3	7,1	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 31 de octubre de 2012.

Comentario "Dinero y tipos de interés: El Euribor a 3 y 12 meses se han reducido a 31 de octubre hasta el 0,2% y el 0,6%, respectivamente. Asimismo, el tipo de interés del bono español a 10 años se ha situado en el 5,6% en un entorno de mayor estabilidad en los mercados de deuda que en meses anteriores.

* Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*:
"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"
 (Continuación)

B. Mercados financieros							
INDICADOR	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Agosto	2012 Septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	18,3	40,5	81,6	77,3	83,9	(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	57,4	55,5	(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	1,7	1,1	(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	0,9	1,0	(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	0,5	0,7	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	684,9	706,5	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	10,2	4,5	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	-52,3	45,1	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	749,8	790,1(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.319,2	10.200,7	9.734,6	7.420,5	7.842,9(a)	Con base dic1989=3000

*Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*:

"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

(Continuación)

B. Mercados financieros (continuación)							
INDICADORES	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Agosto	2012 Septiembre	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,1	9,8	9,7	16,4	17,2	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	-29,2	15,1	-21,9	54,1	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	45,2	-43,9	59,24	2,4	-3,3	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	1,9	1,9	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	2,1	15,42	-15,8	-27,4	-4,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	-2,7	-31,88	-25,9	-17,5	48,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

a) Último dato a 31 de octubre de 2012.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes se observa un ligero incremento en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, mientras que, por el contrario, se observa una ligera reducción en la contratación de bonos y obligaciones del Estado. El mercado bursátil sigue registrando una tendencia ligeramente alcista. En particular, el IBEX-35 se sitúa al cierre de octubre en 7.842,9 puntos, mientras a mediados de mes se situaba en 7.420,5 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35, mientras que se registra un ligero incremento en 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 Julio	2012 Agosto	Definición y cálculo
22. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,7	0,3	-3,8	-1,6	-1,1	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	-3,4	-0,4	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	-2,8	-2,0	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

*Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*:

"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

(Continuación)

C. Entidades de depósito. Evolución del negocio (continuación)							
INDICADOR	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Julio	2012 Agosto	Definición y cálculo
25. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	16,0	-2,0	41,0	0,4	0,8	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
26. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,5	-1,5	-4,3	-11,5	-11,8	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	0,5	3,2	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	-15,0	-9,4	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	-0,6	0,8	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio". El último dato, referido a agosto de 2012 muestra un descenso del crédito al sector privado y de la captación de depósitos del 1,1% y 0,4%, respectivamente. Por otro lado, vuelve a registrarse un incremento de la morosidad del 3,2% con respecto del mes precedente, en un entorno de deterioro de las condiciones macroeconómicas.

D. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema							
INDICADOR	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Marzo	2012 Junio	Definición y cálculo
30. Número de entidades de depósito españolas	BE	207	188	189	188	186	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	64	88	86	87	87	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
32. Número de empleados	BE	247.916	257.578	243.041	-	-	Número total de empleados del sector bancario
33. Número de oficinas	BE	40.572	42.894	39.843	39.616	39.230	Número total de oficinas del sector bancario

*Ver nota al final de este cuadro.

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*:

"TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

(Continuación)

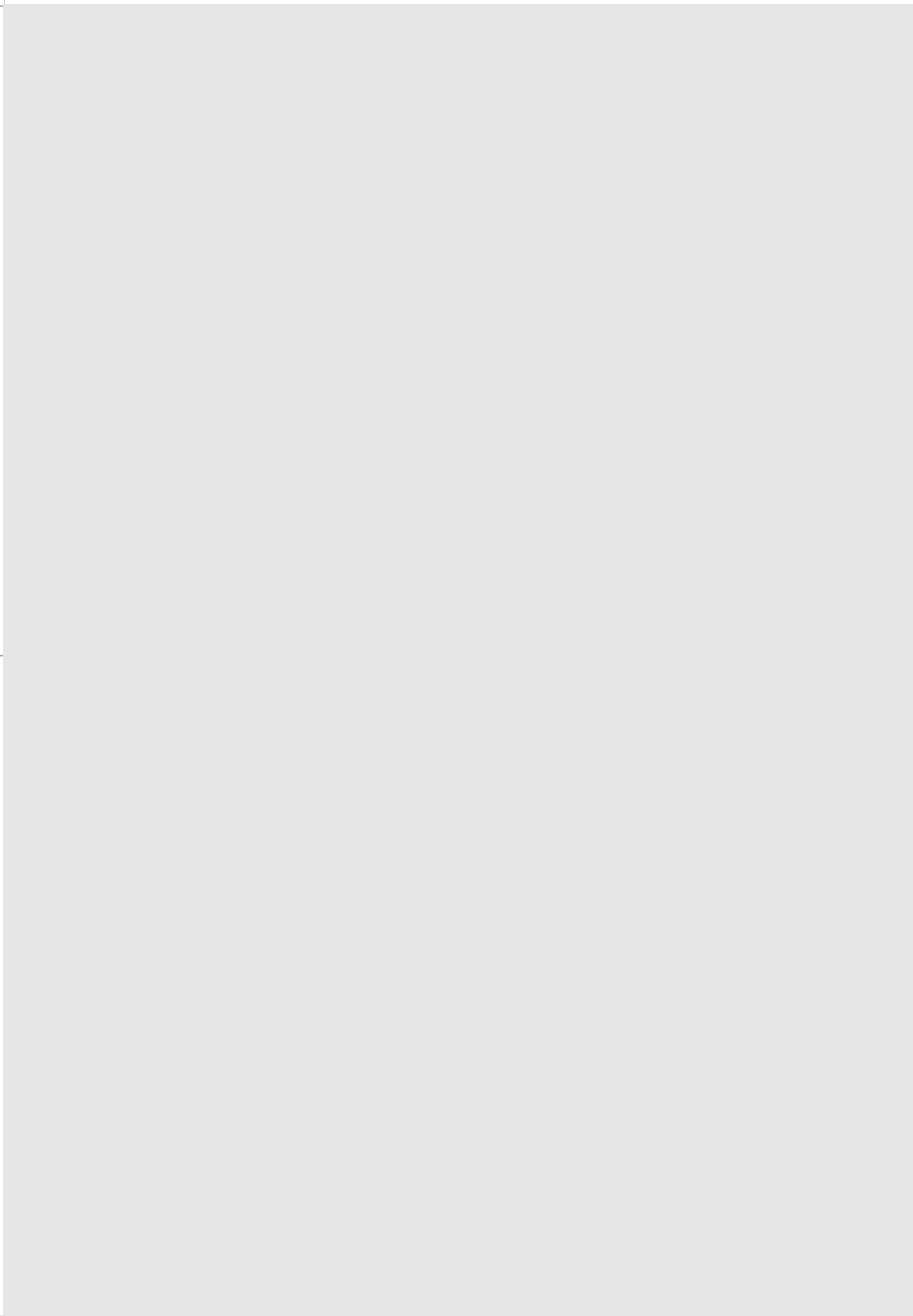
D. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema (continuación)

INDICADOR	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Marzo	2012 Junio	Definición y cálculo
34. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de Euros)	BE	365.832	473.173	394.459	361.695	876.292(a)	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	30.953	66.986	118.861	227.600	378.176(a)	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	18.500	22.196	47.109	1.037	70.818(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

a) Último dato a septiembre de 2012.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En el mes de septiembre, la apelación al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 43,15% 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.



El ahorro de las familias españolas: indicios de agotamiento entre los más vulnerables

María Miyar Busto y María Ramos Martín*

1. Introducción

La crisis económica y financiera que sufre España desde 2007, junto con otras economías avanzadas, ha traído consigo modificaciones sustanciales en el comportamiento económico de los individuos. La literatura económica y sociológica no predice únicamente cambios derivados del deterioro de la situación económica y financiera, sino también transformaciones en las preferencias en el nuevo contexto de incertidumbre económica.

En efecto, la propensión al ahorro es uno de los fenómenos económicos que ha experimentado perturbaciones más intensas desde el inicio de la crisis. El ahorro familiar se incrementó en siete puntos porcentuales de 2007 a 2009, para disminuir cinco puntos desde principios de 2010 hasta finales de 2011 (Sastre y Fernández-Sánchez, 2011). Esta evolución sugiere una primera reacción de carácter preventivo, fruto de la reformulación a la baja de las perspectivas de ingresos futuros ante el aumento del riesgo de desempleo, la pérdida de valor de la riqueza y las crecientes dificultades de acceso a la financiación. Desde 2010, tras más de dos años de crisis, los recursos parecen haberse consumido y, en consecuencia, el ahorro familiar ha experimentado una senda decreciente. Al mismo tiempo, se ha detectado una transferencia de ahorros desde activos más arriesgados a otros más seguros (Carbó *et al.* 2011).

El análisis del volumen y evolución del ahorro es relevante en la medida en que tiene consecuencias sobre distintas variables que intervienen en la capacidad de crecimiento económico, como la inversión o el consumo. En efecto, mientras que puede generar crecimiento al facilitar la inversión, también puede dificultarlo si su exceso impide

la estimulación de la economía por parte de la demanda. Por otra parte, el ahorro es uno de los principales mecanismos de las familias para estabilizar su consumo, y por lo tanto su bienestar, en periodos de variación de sus ingresos. En este artículo nos proponemos la realización de una descripción del perfil ahorrador de los españoles en la fase avanzada de la crisis, así como del papel que juegan las expectativas en la evolución futura de la configuración del patrón de ahorro. Para ello, se utilizarán los datos sobre ahorro que desde noviembre de 2011 proporciona mensualmente el CIS a través del Indicador de Confianza de los Consumidores, con atención especial a los referidos a agosto de 2012. El objetivo concreto de este artículo se corresponde con un doble propósito. En primer lugar, la evaluación del peso que juegan la capacidad económica y las formulación de estrategias de ahorro preventivo en la configuración de los patrones de ahorro. En segundo lugar, la realización de un diagnóstico sobre los colectivos más vulnerables en términos de capacidad futura de mantenimiento de sus niveles de bienestar y consumo.

2. El análisis del ahorro desde una perspectiva sociológica

Distintas disciplinas han analizado al comportamiento dicotómico entre consumo y ahorro de los individuos. Mientras que desde la psicología se ha puesto el foco en los deseos y necesidades del consumidor y sus experiencias pasadas, desde la perspectiva económica se ha prestado atención a la relación entre el poder adquisitivo y las preferencias del consumidor (Álvarez, 1999). Es desde la ciencia económica desde donde se han formulado las principales teorías sobre el comportamiento del ahorro y el consumo de los individuos. Quizás la teoría

* Departamento de Sociología II (Estructura Social) de la UNED y Centro de Estructuras Sociales Comparadas (UNED).

microeconómica del consumo más relevante sea la del ciclo vital de Modigliani y Brumber, en la que se considera el ahorro como mecanismo corrector de las variaciones de renta que se dan a lo largo de las sucesivas etapas en la vida de los individuos. Esta hipótesis implica que, durante la juventud, el ahorro se mantiene en niveles reducidos, para crecer en las edades centrales y así pagar las deudas pendientes y anticipar las caídas de renta futura tras abandonar la vida laboral activa.

La sociología, por su parte, ha mostrado más interés por el análisis de los comportamientos de consumo que por los de ahorro, atribuyendo las conductas de los individuos al grupo social al que pertenecen y restando relevancia explicativa a los aspectos económicos. En este sentido, la sociología ha subrayado la función de ostentación social que cumple el consumo, y, más recientemente, ha descrito pautas emergentes de hedonismo en las que el consumo se orienta a la satisfacción personal. Paralelamente, se ha detectado una pérdida de valor social del ahorro en su sentido tradicional (es decir, asociado a la austeridad y el conservadurismo), especialmente entre los más jóvenes. Han prosperado así nuevas modalidades de depósito, en las que el ahorro constituye un medio para conseguir más ingresos. Por otra parte, sobre el efecto de las crisis en el ahorro también se dispone de evidencia. Por ejemplo, se han documentado cambios sociales en las conductas de ahorro y consumo después de la crisis de 1993-94, derivados de la incertidumbre sobre la seguridad del empleo y las pensiones. Estos cambios propiciaron una concepción del consumo más racional, así como un aumento de la preferencia por las inversiones como mecanismo preventivo ante los ciclos económicos (Álvarez, 1999).

3. La disponibilidad de datos sobre el ahorro en las familias

Desde noviembre de 2011, el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) ofrece acceso a datos de encuestas de opinión sobre consumo de forma mensual a través del Indicador de Confianza de los Consumidores (ICC). El cuestionario se aplica mediante entrevista telefónica (doméstica) a individuos mayores de 16 años, de ambos sexos, residentes en todo el territorio nacional¹. La muestra correspondiente al ICC de agosto de 2012 asciende a 1.201 individuos.

Aunque en este artículo utilizamos fundamentalmente el ICC de 2012, recurrimos también a los indicadores

mensuales anteriores, basados en muestras de similar tamaño, con fines comparativos. Para completar el análisis realizado, acudimos asimismo a los datos de la Encuesta de Condiciones de Vida realizada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en 2010, con una muestra de 16.000 hogares.

4. Dificultades crecientes para generar ahorro en los hogares españoles

Los datos de encuesta más recientes evidencian la celeridad con la que se están produciendo cambios en la capacidad de ahorro de las familias españolas. El gráfico 1 ofrece información sobre el número de familias que han tenido que endeudarse, las que tienen que hacer uso de sus ahorros, las que ajustan ingresos y gastos, las que ahorran un poco y las que se endeudan.

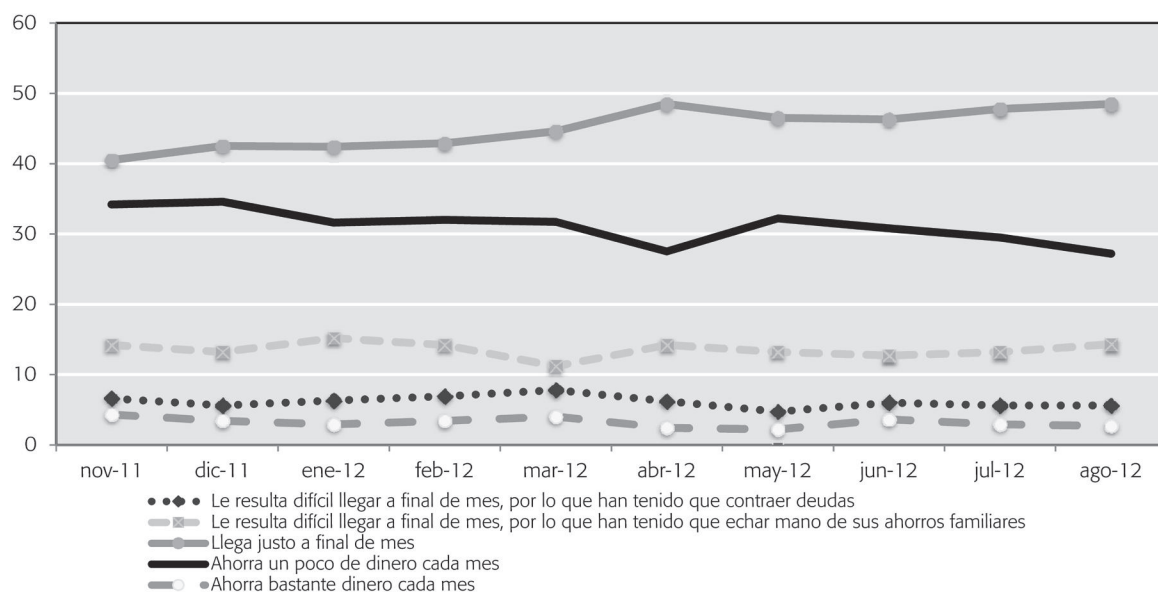
Tal y como se desprende de la información recogida en el gráfico, en el verano de 2012 la situación más frecuente entre los españoles era la de la coincidencia de ingresos y gastos, en la que se encontraban casi la mitad de los entrevistados. Es preciso señalar que todavía un tercio de los españoles declaraba que podían ahorrar cada mes, si bien el porcentaje de aquellos que declararon «ahorrar bastante» se quedaba ligeramente por debajo del 3%. Llama la atención que una quinta parte de los españoles declararon tener gastos superiores a sus ingresos, de forma que uno de cada siete (14%) necesitó recurrir a sus ahorros para hacer frente a sus gastos mensuales. De todas formas, solo un 5,6% de los encuestados tuvieron que endeudarse para hacer frente a sus gastos.

A la luz de la evolución de este indicador a lo largo de diez meses, desde noviembre de 2011 a agosto de 2012, se aprecia una rapidez muy notable en el cambio de las posibilidades de ahorro y endeudamiento de las familias españolas. En menos de un año, el porcentaje de entrevistados que declaran llegar justos a fin de mes ha aumentado en ocho puntos porcentuales, desde el 40,5 al 48,5 de los encuestados. Cabe señalar que, tal y como sugieren los datos, el empeoramiento de la capacidad de ahorro de los hogares se ha distribuido de forma desigual entre los ahorradores, afectando más al porcentaje de hogares que ahorraban un poco, y no tanto a los hogares que lo hacían en mayor medida. No obstante, desde una perspectiva más optimista es preciso subrayar que la pérdida de peso de los hogares ahorradores no ha traído consigo un claro incremento del porcentaje de familias que recurren a sus ahorros o se endeudan para afrontar sus gastos en el periodo de tiempo considerado.

¹ Para un nivel de confianza del 95,5 % y asumiendo que $p=q$, arroja un error de $\pm 3,1\%$ para el conjunto de la muestra (bajo el supuesto de muestreo aleatorio simple).

Gráfico 1

PORCENTAJE DE FAMILIAS SEGÚN CAPACIDAD DE AHORRO, NOVIEMBRE 2011-AGOSTO 2012

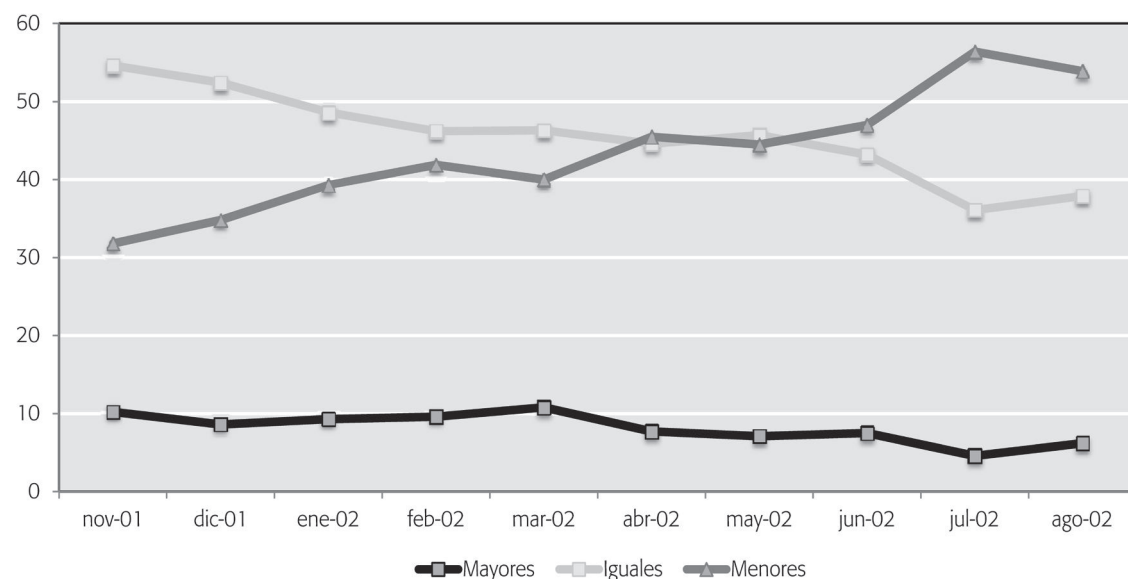


Pregunta: De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?

Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (noviembre 2011 – agosto 2012).

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE FINANCIACIÓN



Pregunta: De las siguientes afirmaciones, ¿cree Ud. que sus posibilidades de adquisición de bienes duraderos durante el próximo año serán mayores, menores o iguales que las de este año?

Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (noviembre 2011 – agosto 2012).

Se ha señalado que la propensión al ahorro está determinada, en gran medida, por las expectativas sobre la evolución de la capacidad de financiamiento (Sastre y Fernández-Sánchez, 2011; Carbo *et al.*, 2011). Estas expectativas, a su vez, se relacionan no solo con el riesgo percibido de desempleo, sino también con los cambios en el valor de la riqueza y en el acceso a financiación externa. De los datos disponibles se infiere que, paralelamente a los cambios en las posibilidades de ahorro de las familias, que se acaban de poner de relieve, se han producido cambios aún más veloces en las perspectivas sobre la futura capacidad de financiación. Ante la pregunta: «¿Cree Ud. que sus posibilidades de adquisición de bienes duraderos durante el próximo año serán mayores, menores o iguales que las de este año?», las respuestas de los encuestados arrojan una percepción claramente pesimista. Durante el corto periodo de tiempo para el que se dispone de información, la proporción de entrevistados según los cuales su disposición de capital empeorará en el próximo año ha aumentado considerablemente: desde un tercio a más de la mitad de los encuestados (gráfico 2). Al mismo tiempo han perdido peso los que consideran que su capacidad de adquisición de bienes duraderos permanecería constante, así como también los que albergaban una visión positiva de su capacidad inversora futura. Esta evolución sugiere que, si bien la pérdida de ahorro está afectando a los hogares en situación intermedia, aquellos que adoptan una perspectiva más optimista también están recalculando a la baja sus previsiones.

5. La concentración de ahorradores entre los mayores ingresos

Recordemos que, de acuerdo con los datos del ICC, en torno a un tercio de los españoles logra ahorrar algo a fin de mes. ¿Cuál es el perfil de esos ahorradores?

En los datos del cuadro 1 destaca notablemente la mayor capacidad de ahorro de los más jóvenes, y especialmente los menores de 25 años, entre los cuales un 45% declara ahorrar. Sin embargo, a partir de los 35 años, menos de un tercio de los encuestados lo hace, alcanzando un mínimo entre los 45 y 54 años, tramo en el que solo una de cada cuatro personas están en esa condición. El ahorro es también reducido entre los que han superado la edad de jubilación.

Estos resultados prestan respaldo a la pauta hallada por Díaz de Rada (2001), quien, basándose en datos de 1998, interpretó el patrón de ahorro de los más jóvenes como una consecuencia de la preferencia por la vivienda

en propiedad en la sociedad española. Pero además, este perfil joven de los ahorradores españoles se explica en virtud del retraso de la emancipación familiar en España. La prolongación de la convivencia en el hogar paterno posibilita, en un contexto en el que no cabe esperar ingresos muy elevados, la acumulación de capital por parte de los jóvenes.

Por otro lado, el ahorro se distribuye de forma desigual entre otras características sociodemográficas. Así, el ahorro es más frecuente entre los hombres y, fundamentalmente, entre las personas con mayor nivel educativo. Mientras que solo uno de cada seis encuestados con estudios primarios declaraba ahorrar algo de dinero cada mes, entre quienes contaban con estudios de postgrado la proporción superaba la mitad de los entrevistados. Es plausible pensar que la asociación del ahorro con el género y el nivel educativo esté relacionada con la desigual distribución de ingresos entre estos grupos.

Se observa asimismo una relación clara entre el patrón de ahorro y la actividad. Curiosamente, es el grupo de los estudiantes el que registra una mayor proporción de ahorradores, seguido del de los trabajadores. Si bien los jubilados y parados cuentan con menos ahorradores, existe una diferencia radical en sus patrones de ahorro, que sugiere distintas situaciones de carestía. Mientras que un tercio de los parados tienen que recurrir a sus ahorros para cubrir sus gastos, esta cifra se reduce a menos de una décima parte de los jubilados. El ajuste de ingresos y gastos de aquellos que han salido de la vida laboral es coherente con la teoría del ciclo vital, mientras que el desfase de ingresos y gastos de los parados se deriva de su situación de insuficiencia de ingresos sobrevenida. Indudablemente, el recurso a los ahorros que hacen los parados en la fase vital en la que deberían de estar acumulando capital tendrá consecuencias sobre el mantenimiento de sus niveles de consumo futuro.

El análisis de la relación entre el ahorro y la situación económica de los encuestados permite matizar más el perfil de los ahorradores españoles. Efectivamente, los datos del cuadro 2 muestran que la presencia de ahorradores se incrementa a medida que lo hacen los ingresos mensuales, al tiempo que disminuye el porcentaje de aquellos que tienen que recurrir a sus ahorros o al endeudamiento para hacer frente a sus gastos. Las diferencias entre los distintos grupos son aún más notorias que las observadas entre los distintos niveles educativos: el porcentaje de ahorradores varones con ingresos mensuales entre 2.000 y 4.000 euros quintuplica con creces el correspondiente a los que ingresan menos de 1.000 euros cada mes. En consonancia con otras investigaciones (Díaz de Rada, 2001; Raymond *et al.*, 1996), el nivel

Cuadro 1

PAUTAS DE AHORRO, SEGÚN CARACTERÍSTICAS SOCIODEMOGRÁFICAS (AGOSTO DE 2012)

	<i>Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que contraer deudas</i>	<i>Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que echar mano de sus ahorros familiares</i>	<i>Llega justo a final de mes</i>	<i>Ahorra un poco de dinero cada mes</i>	<i>Ahorra bastante dinero cada mes</i>	<i>NS / NC</i>	<i>Total</i>	<i>N</i>
Sexo								
Hombre	4	13	47	31	3	2	100	589
Mujer	7	16	50	24	2	1	100	616
Edad								
16-24	2	8	39	38	7	5	100	136
25-34	9	18	35	31	5	2	100	222
35-44	7	18	47	26	2	0	100	239
45-54	7	18	50	22	2	1	100	206
55-64	6	13	54	26	1	1	100	158
64 y más	2	8	63	24	0	2	100	244
Nivel educativo								
Primaria o menos	5	11	67	15	0	2	100	241
ESO	8	16	59	15	1	2	100	197
FP1	7	22	46	23	1	1	100	114
Bachillerato Superior	7	16	43	32	1	1	100	148
FP 2	4	15	46	29	3	3	100	112
Estudios Universitarios	5	12	37	39	5	2	100	331
Postgrado	4	17	26	41	11	0	100	46
No sabe	0	6	31	44	13	6	100	16
Situación respecto a la actividad								
Hombres								
Trabaja	6	11	43	35	5	0	100	306
Jubilado o pensionista	2	10	57	26	1	4	100	135
Parado	6	27	49	14	1	2	100	85
Estudiante	0	7	38	44	5	7	100	61
Otra situación	0	50	50	0	0	0	100	2
Mujeres								
Trabaja	10	14	42	31	3	1	100	242
Jubilado o pensionista	5	7	66	19	2	1	100	124
Parado	11	32	45	12	1	0	100	85
Estudiante	4	13	38	31	8	6	100	52
Trabajo doméstico no remunerado	2	18	60	20	0	0	100	111
Otra situación	0	0	0	0	0	100	100	2
Total	6	14	48	27	3	2	100	1.205
Muestra	68	172	584	328	33	20	1.205	1.205

Pregunta: De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?

Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (agosto 2012).

de ingresos aparece como la variable más influyente en la probabilidad de ahorro.

Es también pertinente subrayar que el patrón de ahorro por nivel de renta es muy similar entre hombres y mujeres. Diferencias significativas se observan solo en el porcentaje de quienes han de recurrir a sus ahorros para hacer frente a los gastos, más bajo entre las mujeres con

ingresos inferiores a los 1.000 euros, pero mayor para las que se sitúan en el tramo de 1.000 a 2.000 euros.

Por otro lado, llama la atención la desigual distribución de la situación financiera de los hogares en función de su composición. Debido a la ausencia de datos sobre la configuración del hogar en el ICC del CIS, hemos acudido a la Encuesta de Condiciones de Vida del INE de

Cuadro 2

PATRÓN DE AHORRO POR INGRESOS MENSUALES

	<i>Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que contraer deudas</i>	<i>Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que echar mano de sus ahorros familiares</i>	<i>Llega justo a final de mes</i>	<i>Ahorra un poco de dinero cada mes</i>	<i>Ahorra bastante dinero cada mes</i>	<i>NS/NC</i>	<i>Total</i>	<i>N</i>
Ingresos mensuales								
Hombres								
Menos de 1.000 euros	8	25	56	11	0	0	100	111
De 1.001 a 2.000 euros	4	12	53	29	1	1	100	262
De 2.001 a 4.000 euros	3	9	36	44	7	1	100	144
De 4.001 a 6.000 euros	0	0	19	59	19	4	100	27
Más de 6.000 euros	0	10	20	50	10	10	100	10
N.C.	3	9	46	29	0	14	100	35
Mujeres								
Menos de 1.000 euros	10	17	62	10	1	0	100	195
De 1.001 a 2.000 euros	6	18	51	24	0	1	100	255
De 2.001 a 4.000 euros	4	9	32	45	9	2	100	113
De 4.001 a 6.000 euros	0	20	20	40	0	20	100	5
Más de 6.000 euros	33	0	33	0	33	0	100	3
N.C.	4	11	44	29	2	9	100	45

Pregunta: De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?
Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (agosto 2012).

2010, que sí ofrece esta información. A tenor de estos datos se puede afirmar que los hogares con mayores facilidades de ahorro son los compuestos por dos adultos sin niños, seguidos de los de dos adultos con niños, y de los hogares sin niños dependientes (cuadro 3). Sin embargo, los hogares que afrontan mayores dificultades son los monoparentales, entre los cuales un tercio declara llegar a fin de mes «con mucha dificultad». Por tanto, la

Cuadro 3

PATRÓN DE AHORRO POR CONFIGURACIÓN DEL HOGAR

<i>Snippet 306A96545.inms</i>	<i>Con mucha dificultad</i>	<i>Con dificultad</i>	<i>Con cierta dificultad</i>	<i>Con cierta facilidad</i>	<i>Con facilidad</i>	<i>Con mucha facilidad</i>
Hogares de una persona	14	19	27	24	14	2
Dos adultos sin niños dependientes	10	14	28	28	18	1
Otros hogares sin niños dependientes	13	18	32	25	12	1
Un adulto con uno ó más niños dependientes	30	25	23	14	7	1
Dos adultos con uno ó más niños dependientes	14	17	27	26	15	1
Otros hogares con niños dependientes	22	20	29	19	10	0
No consta	..	..	100	..	..	..
Total	14	17	28	25	14	1

Pregunta: «Un hogar puede tener diferentes fuentes de ingresos y más de un miembro del hogar puede contribuir con sus ingresos. En relación con el total de ingresos de su hogar ¿cómo suelen llegar a fin de mes?»
Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Condiciones de Vida (INE, 2010).

capacidad de ahorro no depende únicamente del número de personas en situación de aportar ingresos al hogar, sino también de las cargas familiares que han de soportar.

correspondencia entre la evaluación del balance presupuestario familiar y las perspectivas laborales y económicas familiares en los próximos seis meses.

6. Perspectivas pesimistas de los más vulnerables

Tanto la literatura sociológica como la económica han destacado la importancia de las perspectivas de ingresos y financiación futuras respecto a la configuración de la propensión al ahorro de los individuos. Con el fin de evaluar esta relación, los cuadros 4, 5 y 6 presentan la

Sastre y Fernández-Sánchez (2012) han subrayado el papel que juegan las expectativas de desempleo sobre la tasa de ahorro, puesto que, ante la previsión de la merma de ingresos que supondría la pérdida del empleo, los individuos pueden ajustar su comportamiento para mantener sus niveles de consumo. Sin embargo, las evidencias proporcionadas por el ICC no dibujan un claro perfil pesimista de los ahorradores en cuanto a la situación laboral y económica del país (cuadros 4 y 5). Si bien la percepción del deterioro de la situación es mayoritaria, su distribución

Cuadro 4

PATRÓN DE AHORRO Y PERSPECTIVAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL EN ESPAÑA EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES

	<i>La situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo dentro de seis meses será...</i>				
	mejor	igual	peor	NS/NC	Total
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que contraer deudas	9	15	66	10	100
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que echar mano de sus ahorros familiares	19	8	64	9	100
Llega justo a final de mes	15	12	62	11	100
Ahorra un poco de dinero cada mes	16	9	67	8	100
Ahorra bastante dinero cada mes	15	12	70	3	100
NS / NC	5	5	75	15	100
Total	15	11	64	10	100
N	183	129	775	118	1.205

Preguntas: «De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?» y «Ahora, mirando hacia el futuro, ¿considera Ud. que la situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo dentro de seis meses será mejor o peor que la actual?»

Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (agosto 2012).

Cuadro 5

PATRÓN DE AHORRO Y PERSPECTIVAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES

	<i>La situación de la economía española dentro de seis meses será...</i>				
	mejor	igual	peor	NS/NC	Total
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que contraer deudas	7	18	74	1	100
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que echar mano de sus ahorros familiares	17	10	66	6	100
Llega justo a final de mes	14	14	64	8	100
Ahorra un poco de dinero cada mes	15	9	73	4	100
Ahorra bastante dinero cada mes	21	9	70	0	100
NS / NC	0	20	75	5	100
Total	14	12	68	6	100
N	172	145	817	71	1.205

Preguntas: «De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?» y «Ahora, mirando hacia el futuro, ¿considera Ud. que la situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo dentro de seis meses será mejor o peor que la actual?»

Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (agosto 2012).

Cuadro 6

PATRÓN DE AHORRO Y PERSPECTIVAS SOBRE EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES

	La situación económica de su familia dentro de seis meses será ...				
	mejor	igual	peor	NS/NC	Total
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que contraer deudas	7	29	57	6	100
Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que han tenido que echar mano de sus ahorros familiares	16	22	55	6	100
Llega justo a final de mes	11	38	42	9	100
Ahorra un poco de dinero cada mes	12	46	37	5	100
Ahorra bastante dinero cada mes	24	61	15	0	100
NS / NC	15	45	20	20	100
Total	12	38	42	7	100
N	149	462	509	85	1.205

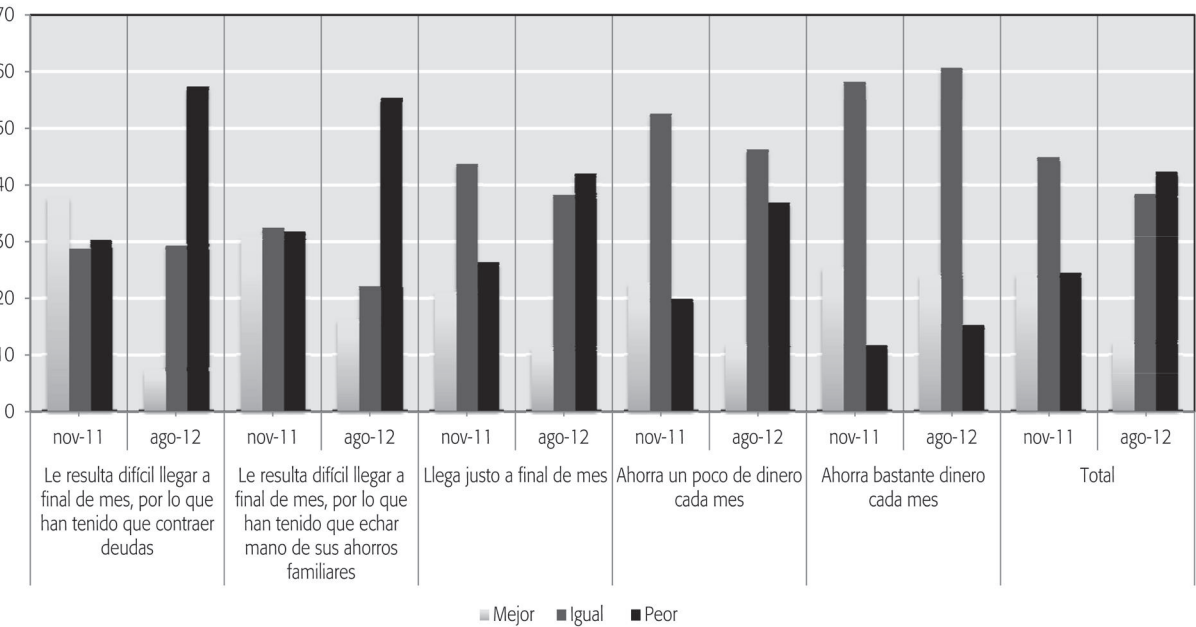
Preguntas: «De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?» y «¿Considera Ud. que la situación económica de su familia dentro de seis meses será mejor o peor que en la actualidad?»
Fuente: Elaboración propia a partir del ICC del CIS (agosto 2012).

se reproduce independientemente del perfil de ahorro del encuestado. Únicamente se aprecian algunas diferencias en el porcentaje, limitado, de optimistas. Mientras que entre los que «ahorran bastante» un 21% cree que la situación económica va a mejorar, entre los que han tenido que recurrir al endeudamiento, la cifra desciende al 7%.

Es, sin embargo, cuando se pregunta a los encuestados por la situación económica de su familia cuando la relación entre pesimismo e imposibilidad de ahorro se hace evidente (cuadro 6). Los entrevistados que pertenecen a hogares con peores situaciones financieras juzgan de forma más negativa el futuro económico de su familia. Así pues, la posibilidad de ahorrar constituye

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR POR PATRÓN DE AHORRO



Preguntas: «De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su familia?» y «¿Considera Ud. que la situación económica de su familia dentro de seis meses será mejor o peor que en la actualidad?»
Fuente: Elaboración propia a partir del ICC (noviembre de 2011 y agosto 2012).

un elemento de juicio de la propia situación económica (Díez Nicolás, 2000). Parece claro que, en 2012, tras más de cuatro años de recesión económica, aquellos que predicen un empeoramiento de su situación disponen ya de escasos medios para suavizar el impacto de las posibles pérdidas futuras de renta. Al mismo tiempo, a la difícil situación financiera de quienes albergan peores perspectivas se suman las crecientes dificultades de acceso a financiación externa.

Por último, de manera complementaria cabe analizar la evolución de estas perspectivas sobre la evolución de la situación económica familiar. La información ofrecida por el ICC permite estudiar esta evolución desde noviembre de 2011 hasta agosto de 2012. Si bien es un periodo reducido de tiempo, se comprueba que, al igual que sucedía con las posibilidades de adquisición de bienes duraderos, también en las perspectivas de futuro sobre la situación económica familiar se están produciendo cambios más acelerados. El gráfico 3 muestra el fuerte incremento del porcentaje de los que creen que la situación económica de su hogar va a empeorar en los próximos seis meses (del 25 al 42 por ciento). Ahora bien, esta evolución se concreta de una forma más radical en los grupos más vulnerables, aquellos que han tenido que endeudarse o que acudir a sus ahorros para hacer frente a sus gastos. La proporción de encuestados con expectativas pesimistas en estos dos grupos se ha incrementado de un tercio a casi dos en el periodo para el que se dispone de información.

7. Conclusiones

Los datos de encuesta expuestos en los apartados anteriores dibujan una situación del ahorro familiar en España marcada por la prolongación de la crisis. Las preferencias de ahorro y la formulación de estrategias de ahorro preventivo pierden peso en la definición del perfil del ahorrador actual, convirtiéndose los ingresos en la variable fundamental para explicar el ahorro. Mientras tanto, quienes se encuentran en una situación financiera más frágil manifiestan expectativas más pesimistas de cara a los próximos meses. El agotamiento de los recursos financieros disponibles, bien a través del ahorro o de la capacidad de endeudamiento, y la limitada perspectiva de incremento de los ingresos convierten a esta población en un colectivo muy vulnerable.

Asimismo, la interrupción de la acumulación de recursos en la fase de la vida en la que estos solían depositarse (las fases intermedias) puede tener consecuencias más allá de la pérdida de bienestar en la actualidad. Un

porcentaje considerable de la población está perdiendo, por una parte, la posibilidad de invertir en bienes duraderos, pero también la de suavizar los efectos sobre el consumo de las variaciones de renta que se dan a lo largo del ciclo vital.

El panorama que trazan las evidencias empíricas halladas en este artículo resulta bastante sombrío. En todo caso, el bienestar futuro del colectivo en situación más frágil dependerá en gran medida, por una parte, de la evolución de la configuración de los hogares y, por otra, de la evolución futura del ahorro y su distribución entre los distintos tipos de hogar. El agotamiento de los recursos puede evolucionar hacia un incremento de la población que llega justa a fin de mes, como parece haber sucedido en el último año, pero la prolongación de la crisis puede también derivar en un aumento del número de personas que recurran a sus ahorros o al endeudamiento para cubrir sus gastos, lo que podría menoscabar su bienestar futuro.

Bibliografía

- ÁLVAREZ ÁLVAREZ, J. L. (1999): «Los comportamientos económicos de los españoles: consumo y ahorro», *Opiniones y Actitudes*, nº 23, Madrid, CIS.
- CARBÓ VALVERDE, S.; MAQUI LÓPEZ, E. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2011): «El ahorro que no nos llega», *Cuadernos de Información Económica*, 224, págs. 49-56.
- DÍAZ DE RADA IGÚZQUIZA, V. (2001): «Pautas de consumo y ahorro en los albores del siglo XXI», *Opiniones y Actitudes*, nº 38, Madrid, CIS.
- DÍEZ NICOLÁS, J. (2000): *Los españoles y la economía*, Bilbao, Fundación BBVA.
- RAYMOND BARA, J.L.; OLIVER I ALONSO, J. y PUJOLAR MORALES, D. (1995): «El comportamiento del ahorro familiar a partir de la encuesta de presupuestos familiares 1990-1991», *Papeles de Economía Española*, nº 65, págs. 196-211.
- SASTRE, T. y FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ, J.L. (2011): «La tasa de ahorro durante la crisis económica: el papel de las expectativas de empleo y de la financiación», *Boletín Económico*, Noviembre de 2011, Banco de España, págs. 62-77.

Lloyd S. Shapley y Alvin E. Roth: un Nobel a la elegancia y la sencillez

José Alcalde* y Antonio Romero-Medina**

Aquellas personas que no están dispuestas a pequeñas reformas, no estarán nunca en las filas de los hombres que apuestan a cambios trascendentales.

Mahatma Gandhi

El pasado martes, 15 de octubre, se anunció la concesión del premio nobel de economía a Lloyd S. Shapley y Alvin E. Roth por su contribución a la teoría de las asignaciones estables y sus aportaciones a la práctica del diseño de mercados. Ambos académicos han realizado propuestas que destacan por su elegancia en el planteamiento y robustez, en cuanto a su comportamiento. Estas características han sido claves para generar un consenso que ha permitido tanto su implementación en la reforma de distintos sistemas de asignación, en los que se han diagnosticado y solucionado sus problemas de diseño, como en la creación de nuevos sistemas de asignación.

Lloyd S. Shapley, nacido en 1923, alcanzó el grado de doctor en Matemáticas por la Universidad de Princeton en 1953, de la mano de A.W. Tucker. Este mismo año presenta en sociedad una solución para juegos cooperativos con utilidad transferible. Se trata del *Valor de Shapley*, referente básico en el desarrollo de los principales avances en Teoría de Juegos Cooperativos. Entre las diversas aplicaciones del Valor de Shapley se encuentra una formulación sencilla al problema de reparto de costes. En este contexto, el Valor de Shapley permite repartir las pérdidas generadas por un grupo en función de cual ha sido la contribución de cada una de las personas que lo componen al total de dichas pérdidas.

Años después, y relacionado con el problema que le llevó a presentar su *valor*, Shapley, junto con el también premio

nobel Robert Aumann, publicó el manual de referencia en Juegos Cooperativos No-Atómicos. Entre las principales aportaciones se encuentra una extensión del Valor de Shapley a este contexto, conocido como el valor de *Aumann-Shapley*. Entre las múltiples utilidades de dicho valor se encuentra su posible empleo como sistema de precios para monopolios sociales; como método de tarificación para empresas multi-producto; para distribuir riesgos financieros; o para diseñar la forma en que el sector eléctrico debería ser regulado.

Los trabajos de Shapley no se limitaron al análisis de funciones de valor para juegos cooperativos. Hace precisamente cincuenta años, junto con David Gale –quien habría estado entre los receptores de este premio de no haber fallecido en 2008– publicó un trabajo pionero, en el que se establecían las bases de una extensa literatura sobre *mercados bilaterales (matching markets)*, en los que los agentes pertenecen a un grupo, por ejemplo compradores o vendedores, pero no pueden estar en ambos. En este contexto, la existencia de una vinculación entre dos agentes, situados en lados opuestos del mercado, requiere de una aceptación mutua. El problema que discuten es el siguiente: supongamos que tenemos un grupo de hombres y mujeres deseosos de estar emparejados. ¿Existiría alguna forma estable de proponer parejas? En este contexto, *estabilidad*, una noción empleada en el ámbito de los juegos cooperativos, se traduce por la ausencia de rupturas matrimoniales. Una pareja puede romperse bien porque alguien prefiera estar soltero antes que con su consorte, bien porque haya un hombre y una mujer que, sin formar pareja, prefieran romper sus

* Universidad de Alicante.

** Universidad Carlos III de Madrid.

respectivos matrimonios para poder emparejarse. Los autores demostraron que, gracias a la bilateralidad existente, la respuesta era afirmativa: siempre podremos encontrar una configuración de parejas «a prueba de divorcios».

Gale y Shapley probaron su resultado de forma constructiva. Encontraron un procedimiento, que ellos bautizaron como el «algoritmo de aceptación diferida», que simulaba los procesos de búsqueda en el mercado de trabajo, en un contexto en que los salarios no son objeto de negociación. Así, inicialmente cada trabajador se ofrece a la empresa en la que mejor estaría prestando sus servicios. Cada empresa acepta (tentativamente) al trabajador que más le interesa y rehúsa el ofrecimiento del resto. Aquellos que han sido rehusados se ofrecen a la siguiente empresa que más les gusta siguiendo su propio criterio. De nuevo, las empresas vuelven a evaluar las ofertas que tienen presentes (incluidas las no rechazadas previamente), y cada una rechaza todas excepto aquella que más le conviene. El procedimiento continúa con rondas sucesivas hasta que ningún trabajador puede ofrecerse a más empresas, bien porque se haya ofrecido a todas, bien porque una empresa ha aceptado su ofrecimiento. Entonces, y sólo entonces, se firmarán los contratos.

El algoritmo de aceptación diferida es fácilmente aplicable y/o adaptable a un conjunto amplio de situaciones, tal y como ha mostrado Alvin Roth. Sin embargo hay un grupo relevante de problemas, el ya mencionado del mercado de trabajo entre ellos, en el que la presencia de otras variables significativas en el proceso de asignación, por ejemplo la capacidad de los agentes en negociar salarios, llevan a concluir que este proceso es difícilmente aplicable. En este contexto, Shapley y Shubik en 1972 ponen de manifiesto la existencia de configuraciones de contratación estables incluso en el caso en que las empresas puedan competir por ciertos trabajadores mejorando la retribución que estos percibieran. De este modo demuestran que la existencia de asignaciones estables en los mercados bilaterales va más allá del problema descrito en el modelo inicial.

Para completar este recorrido por las contribuciones más relevantes de Shapley al diseño de mercados, debemos citar su trabajo en colaboración con Herbert Scarf en 1974. En él analizan el siguiente problema: imagine que nos encontramos junto a un grupo de propietarios de viviendas, cada uno de los cuales prefiere la de alguno de sus vecinos antes que la suya propia. En esta situación, es evidente que las viviendas no están asignadas de forma eficiente. ¿Podría establecerse algún proceso de intercambio que conduzca a la eficiencia distributiva? Más aún,

¿podríamos alcanzar dicha situación sin recurrir a compensaciones pecuniarias? La respuesta a estas preguntas es afirmativa y la encuentran al analizar el núcleo del juego cooperativo subyacente a este problema. Y lo consiguen gracias a la inestimable colaboración de David Gale¹, quien pone a su disposición un procedimiento, conocido como *tops trading cycle*, que les permite encontrar la única solución en el núcleo de esta economía de intercambio.

De nuevo, una parte importante del mérito en la resolución del problema reside en la sencillez con la que ha sido resuelto, amén de la robustez inherente al mecanismo descrito. Para ilustrar el funcionamiento del *tops trading cycle*, considere el proceso siguiente: tomemos un propietario cualquiera, e invitémosle a llamar al propietario de la casa que él más desea. El receptor de la llamada llamará al propietario de la casa que más desee, y así sucesivamente. Llegará un momento en que uno de los propietarios que realizó una llamada recibirá otra reclamando su vivienda. Es en este instante cuando se concretarán los primeros intercambios (definitivos) entre todos los agentes que se han llamado, desde aquél que recibió la última llamada hasta el propietario que la efectuó, pasando por todos los comunicantes intermedios. Cada uno de estos agentes recibirá la casa que prefería. Una vez realizada esta transacción, los agentes involucrados salen del mercado, cada uno con su nueva casa, y aparece un nuevo problema, similar al anterior pero con un número de agentes (y viviendas) inferior, al que se le volverá a aplicar el mismo procedimiento de intercambios, y así sucesivamente hasta que no queden agentes deseosos de cambiar su vivienda. Es importante destacar que el resultado obtenido es independiente de cuál sea el propietario que realice la primera llamada.

Alvin E. Roth, nacido en 1951, alcanzó tempranamente el grado de doctor en Investigación Operativa por la Universidad de Stanford en 1974. Preocupado, y también alentado, por los recientes avances en Teoría de Juegos, pronto se familiarizó con los resultados publicados por Shapley. Muestra de ello son sus trabajos aparecidos en 1977 tanto en *Econometrica*, relacionado con el Valor de Shapley, como en el *Journal of Mathematical Economics*, acerca del *tops trading cycle*. Su ámbito de especialización abarca líneas tan complementarias como la Economía Experimental, Teoría de Juegos y Diseño de Mercados.

Los méritos que han llevado a Roth a acceder a este premio comienzan a fraguarse a principios de los años ochenta. En un trabajo publicado en 1984, Roth estudia

¹ En su artículo aparecido en *Games and Economic Behavior*, Herbert Scarf relata de forma muy amena la forma en que sobrevino la colaboración de David Gale para probar los resultados a partir del empleo del *tops trading cycle*.

cómo ha evolucionado el procedimiento empleado para asignar los médicos residentes en Estados Unidos. En este trabajo pone de manifiesto cómo una voraz competencia de los hospitales por captar a los mejores estudiantes puso en peligro el sistema. En 1951, con el objeto de erradicar este problema, se creó el *National Matching Resident Program* (NMRP), la oficina que coordina el proceso de entrevistas entre estudiantes y hospitales. El éxito de la labor del NMRP, cuyo procedimiento instaurado en 1954 permaneció en el tiempo, reside, tal y como pone de manifiesto Roth, en que este método de asignación, que coincide con el que propusieran Gale y Shapley en 1962, genera asignaciones estables. En 1990 la legitimidad del NMRP fue puesta en cuestión y Alvin Roth aceptó la tarea de reformar el procedimiento. En este caso se pasó a usar la versión del algoritmo de aceptación diferida en el que proponen los (futuros) residentes (previamente se usaba la versión en la que proponían los hospitales). De este modo se consiguió que, además de implementar asignaciones estables, los residentes declararan de forma honesta sus preferencias sobre los hospitales en los que realizarán su etapa de especialización.

De este proceso de reforma y del estudio comparado de procedimientos similares que han corrido suertes diversas, Roth extrajo la conclusión de que es la sencillez del procedimiento, junto con las buenas propiedades que este presenta, lo que ha garantizado su pervivencia. Desde entonces, ha combinado exquisitamente el rigor científico asociado al análisis de diseños de mecanismos, con la necesidad de que estos sean de utilidad para la sociedad. Ello puede verse claramente en el manual que escribió junto a Marilda Sotomayor, en que aparece un compendio de los avances ocurridos en la literatura de *matching*, desde el trabajo de Gale y Shapley hasta finales de los ochenta.

La aparición del manual de Roth y Sotomayor fue la presentación en sociedad que necesitaban los problemas de *matching* para despertar el interés académico que estos merecían, lo que contribuyó, en parte, a la consolidación de un excelente equipo de trabajo en el entorno geográfico de Boston que, liderado por Alvin Roth, cuenta con investigadores de primer nivel como Atila Abdulkadiroglu, Fuhito Kojima, Tayfun Sönmez o Utku Ünver, entre otros.

De las lecciones aprendidas sobre la importancia de diseñar mecanismos fáciles de entender por sus usuarios y de su particular habilidad en presentar con sencillez sofisticados procesos de asignación surge una colaboración muy estrecha entre el equipo de Alvin Roth y la sociedad civil que ha contribuido a mejorar (o al menos hacer más fácil) la vida de muchos ciudadanos. De entre los distintos procesos asignativos que se han reformado

aplicando las técnicas propuestas por Shapley y Roth, debemos destacar dos por el impacto social que han producido: la reforma de los procesos de admisión de estudiantes a colegios y los procesos de donación de riñones entre donantes vivos.

Balinski y Sönmez pusieron de manifiesto la relación de los procesos de admisión de estudiantes a colegios públicos con el modelo diseñado por Gale y Shapley. Este análisis animó al equipo de Roth a explorar posibles reformas en el sistema de admisiones en los colegios públicos, primero en Nueva York y posteriormente del área metropolitana de Boston.

La reforma llevada a cabo en Boston nos servirá de ejemplo. En Boston partían de un procedimiento similar al que se emplea en los municipios españoles. En primer lugar, a cada alumno se le otorga una puntuación por cada colegio, que será empleada para discernir, entre cada dos alumnos, cuál debería ser prioritariamente admitido. Hecho esto, y teniendo en cuenta las preferencias declaradas por los alumnos, se produce la distribución de plazas escolares. El sistema de Boston otorgaba a cada niño una plaza en el colegio que él prefería. En caso de que no hubiera suficientes plazas disponibles se escogía a aquellos con mayor prioridad. Los niños excluidos se incorporaban al colegio marcado como su segunda opción, siempre y cuando en este quedasen plazas vacantes. En caso contrario pasaría a su tercera opción y así sucesivamente.

Tras diversas entrevistas con el Comité Escolar de la Ciudad de Boston, se encargó al equipo de Roth supervisar la reforma del sistema de admisión. Dicha reforma, que entró en vigor en 2005, consistió en la adopción del algoritmo de aceptación diferida que propusieran Gale y Shapley en la versión en que los estudiantes proponen. De esta forma se consigue que los padres no tengan que estudiar las posibilidades de su hijo de ser admitido en cada colegio antes de cumplimentar los formularios. Tras la reforma, lo mejor que los padres pueden hacer es declarar sus verdaderas preferencias. Como consecuencia, un problema que agobiaba a muchas familias de Boston, con niños a punto de entrar en el sistema escolar (y agobia a todas las familias españolas en esta situación) quedaba resuelto. Si sus hijos no eran admitidos por el colegio solicitado en primer lugar, competiría en igualdad de oportunidades por su segunda o tercera opción y no perderían la oportunidad de ir a un buen colegio público.

Como consecuencia del éxito de esta reforma en Nueva York y Boston, otras ciudades se han sumado al contagio reformista que se extiende ya por los Estados Unidos y el Reino Unido.

Los trasplantes de riñón procedente de donante vivo, y en particular los trasplantes cruzados de riñón, constituyen otro ejemplo de aplicación de las técnicas que nos ocupan. La cuestión es la siguiente: supongamos que dos personas necesitan sendos trasplantes de riñón. Sus respectivas parejas, están dispuestas a donarles un riñón pero, de producirse el trasplante, se generaría un rechazo. Revisados los análisis, se constata que podrían cruzar sus donaciones y cada donante podría dar un riñón al cónyuge del otro donante. Así un trasplante cruzado de riñón conseguiría solucionar los problemas de ambos enfermos. Esta es una idea que no había escapado a los urólogos pero que implicaba trabas legales, provocaba reticencias morales por parte de algunos médicos y se veía frustrada por la inexistencia de la información sobre aquellos pacientes que tenían familiares o amigos que pudieran estar dispuestos a donarles un riñón pero que resultaban ser incompatibles.

Si lo pensamos un segundo, esta situación es muy similar a la que analizaron Shapley y Scarf en 1974 cuando se plantearon la posibilidad de que un grupo de incomodos propietarios intercambiaran sus casas. Con esta idea en mente podemos plantearnos no limitar los intercambios de riñones a ejemplos como el descrito mas arriba e involucrar a un número mayor de parejas donante-receptor.

Roth y sus colaboradores analizaron el problema y descubrieron que una adecuada selección de los intercambios entre parejas no compatibles permitía explotar buena partes de las ganancias de eficiencia posibles. No obstante, si los intercambios pudieran ampliarse a tres parejas habría mejoras que explotar. Dado que los problemas logísticos de realizar estas operaciones no son triviales –se realizan simultáneamente y se necesita un quirófano con su personal por paciente– inicialmente se decidió realizar intervenciones con dos parejas. Sus trabajos dieron a este procedimiento el impulso que necesitaba. Tras un periodo inicial, estos procedimientos han alcanzado escala nacional en Estados Unidos, el Reino Unido y comienzan a ser realizados en España, entre otros países.

La historia del intercambio de riñones, como las del diseño de mercados, no termina aquí. Las técnicas propuestas por Roth y Shapley nos enseñan que existen mejoras de eficiencia muy significativas –personas que abandonan la lista de espera en diálisis para vivir su vida libres de enfermedad– si se aumenta el número de parejas implicadas, si se entrecruzan las cadenas de riñones cadavéricos y de donante vivo, si se permiten las donaciones de donantes altruistas, o si se hacen trasplantes no simultáneos.

Alvin Roth en 2002 manifestaba que los economistas no estaban ya llamados únicamente a analizar los mercados sino que habían adquirido la nueva responsabilidad de diseñarlos prestando atención a los detalles y complicaciones de la realidad. En este sentido, los economistas habían pasado del papel de físicos que contemplan las leyes de la naturaleza al de ingenieros que deben trabajar con ellas al servicio de un propósito. Tomando prestada esa metáfora podemos decir que el Premio Nobel de este año se ha otorgado a los profesores Shapley y Roth como máximos exponentes de los «economistas-ingenieros» que, acorde con los nuevos tiempos y la evolución de la sociedad, se preocupan por explorar el re-diseño y mantenimiento de los mercados, así como de otras instituciones económicas.

Bibliografía

- AUMANN, ROBERT J. y SHAPLEY, LLOYD S. (1974), *Values of Non-Atomic Games*, Princeton Univ. Press, Princeton.
- BALINSKI, MICHAEL y SÖNMEZ, TAYFUN (1999), «A Tale of Two Mechanisms: Student Placement», *Journal of Economic Theory*, 84, 73-94.
- GALE, DAVID y SHAPLEY, LLOYD S. (1962), «College Admissions and the Stability of Marriage», *American Mathematical Monthly*, 69, 9-14.
- ROTH, ALVIN E. (1977), «The Shapley Value as a von Neumann-Morgenstern Utility», *Econometrica*, 45, 657-664.
- ROTH, ALVIN E. (1984), «The Evolution of the Labor Market for Medical Interns and Residents: A Case Study in Game Theory», *Journal of Political Economy*, 92, 991-1016.
- ROTH, ALVIN E. (2002), «The Economist as Engineer: Game Theory, Experimentation, and Computation as Tools for Design Economics», *Econometrica*, 70, 1341-1378.
- ROTH, ALVIN E. y POSTLEWAITE, ANDREW (1977), «Weak Versus Strong Domination in a Market with Indivisible Goods», *Journal of Mathematical Economics*, 4, 131-137.
- ROTH, ALVIN E. y SOTOMAYOR, MARILDA O. (1990), *Two-Sided Matching: A Study in Game-Theoretic Modeling and Analysis*, Econometric Society Monograph Series, Cambridge University Press.
- SCARF, HERBERT (2009), «My Introduction to Top-Trading Cycles», *Games and Economic Behavior*, 66, 630-631.

SHAPLEY, LLOYD S. (1953), «A Value for n-person Games». En Contributions to the Theory of Games, vol. II. H.W. Kuhn and A.W. Tucker, editores. *Annals of Mathematical Studies*, v. 28, 307–317. Princeton University Press.

SHAPLEY, LLOYD S. y SCARF, HERBERT (1974), «On Cores and Indivisibility». *Journal of Mathematical Economics*, 1, 23-37.

SHAPLEY LLOYD S y SHUBIK, MARTIN (1972), «The Assignment Game I: The Core», *International Journal of Game Theory*, 1, 111-130.

Robert E. Lucas Jr., Premio Nobel de Economía 1995

Alfonso Carbajo Isla*

Lucas es un investigador riguroso, un economista de economistas y, posiblemente, la figura máxima del movimiento de renovación de la macroeconomía en el último tercio del siglo pasado. Lucas ha sido uno de los protagonistas de la revolución de las expectativas racionales y, como tal, impulsor de la aplicación de técnicas de optimización en sistemas dinámicos estocásticos y el primer crítico del enfoque tradicional de evaluación econométrica de las medidas de política económica.

Lo anterior quiere decir que Lucas no es un economista popular. Sus publicaciones, poco numerosas pero siempre en la frontera de la investigación, no se prestan, ciertamente, a lectura de sobremesa. Asimilarlas requiere, a la vez, buena preparación matemática y mucho esfuerzo. Nunca ha escrito obras de divulgación, ni ha sido comentarista de la política económica del día en la prensa o en la televisión y no ha trabajado nunca en órganos directivos de la política económica como el Tesoro, el Consejo de Asesores del Presidente o la Reserva Federal. Ni siquiera ha escrito un manual, que suele ser el medio a través del cual los estudiantes universitarios se familiarizan con las grandes figuras de su especialidad, cuya obra de investigación queda fuera de su alcance. En esto se distingue de las dos personalidades que más han influido en su formación, Paul Samuelson y Milton Friedman, dos científicos de calibre máximo que, al mismo tiempo, escribieron obras de divulgación, entre ellas manuales elementales, fueron columnistas de *Newsweek* durante varios años y participaron intensamente en los debates políticos de su tiempo, hasta el punto de que cuando cada uno de ellos

recibió el premio Nobel ya era una celebridad mundial por derecho propio. Lucas no es de ese estilo; tras el breve momento de brillo mediático vivido al recibir el premio Nobel, ha vuelto a recluirse en su retiro académico.

En consonancia con esa disposición al estudio y la investigación, la biografía externa de Lucas no tiene nada de extraordinario —su vida es su dedicación a la investigación y su auténtica biografía es la evolución de su aventura intelectual—, siendo muy semejante a la de tantos americanos de su generación, salvo en una cosa: sus padres tenían como principio de conducta pensarlo y razonarlo todo, actuando en consecuencia, con independencia de las opiniones y presiones de su medio social, y esta actitud crítica conformó desde la niñez uno de los rasgos más acusados de su carácter.

Lucas nació en 1937 en Yakima (Washington), donde sus padres habían montado un restaurante, que quebró el año siguiente como consecuencia de la depresión de 1937-38 —causada, según Friedman, por la desafortunada decisión de la Reserva Federal de elevar el coeficiente de caja obligatorio de la banca—. La familia tuvo que trasladarse a Seattle, donde el padre encontró, al principio, trabajo en los astilleros como soldador hasta que, al terminar la guerra, entró a trabajar como soldador en una empresa de frigoríficos, en la que ascendió a vendedor, a jefe de ventas y finalmente a presidente de la compañía. El joven Lucas, que destacaba en Matemáticas en el bachillerato, hasta el punto de que su padre le pedía ayuda ocasionalmente para resolver problemas técnicos de la empresa, pensó hacerse ingeniero, pero no consiguió beca en MIT mientras que recibió una de la Universidad de Chicago, donde no hay escuelas de ingeniería, y a Chicago se fue.

* Economista y Técnico Comercial del Estado.

Allí se sintió atraído por las asignaturas de Historia —y en particular impresionado por la obra de Pirenne— y terminó la licenciatura especializándose en Historia Antigua.

Gracias a sus brillantes calificaciones pudo conseguir una beca Woodrow Wilson para hacer el doctorado en Berkeley, pero pronto se dio cuenta de que sin saber griego y sin dominar mejor latín no podría hacer carrera en esa especialidad, lo que le impulsó a explorar otras materias y a descubrir así su afición a la Economía. Decidió entonces regresar a Chicago para hacer allí el doctorado en Economía, empezando por matricularse en asignaturas elementales de la licenciatura. Y entonces intervino el azar, otra vez, al encontrar en uno de sus manuales una referencia a los Fundamentos del Análisis Económico de Samuelson, que lo calificaba de «el mejor tratado de economía que se había escrito desde la guerra», lo que le indujo a lanzarse a su lectura. Esta experiencia fue tan decisiva para el desarrollo intelectual de Lucas como fue para Kant la lectura de Hume, «que lo despertó de su sueño dogmático».

Como él mismo confiesa, «tanto las Matemáticas como la Teoría Económica de los *Fundamentos* estaban muy por encima de mi capacidad de comprensión pero yo era demasiado ambicioso para malgastar el verano en un libro que no fuera el mejor, y el estilo contundente y seductor de Samuelson me enganchó. Todo el tiempo libre que tuve aquel verano lo dediqué a trabajar laboriosamente los cuatro primeros capítulos, línea a línea, recurriendo a libros de cálculo siempre que era necesario. Un trabajo duro, pero al empezar el primer trimestre yo ya dominaba las técnicas del análisis económico como cualquiera de los docentes de Chicago. Y, más importante todavía, había internalizado los criterios de Samuelson para determinar cuando un problema económico está planteado apropiadamente y cuando la respuesta es apropiada, de modo que ya estaba en condiciones de encargarme de mi educación económica»¹.

La otra influencia intelectual, la de Milton Friedman, la relata Lucas con estas palabras: «En otoño de 1960 empecé la secuencia de asignaturas de Milton Friedman sobre teoría de precios, una experiencia que esperé ansioso todo el verano y que resultó mucho más estimulante de lo que había imaginado. ¿Cuál sería el secreto? Muchos estudiantes de Chicago han tratado de contestar esta pregunta. Ciertamente mucho tenía que ver con la brillantez y el entusiasmo de Friedman y con su disposición a seguir la lógica de su razonamiento a donde lo llevase. Después de cada clase intenté siempre reformular lo que Friedman había hecho en términos de las matemáticas que había

aprendido de Samuelson. Me di cuenta perfectamente de que nunca sería capaz de pensar con la rapidez de Friedman, pero me convencí también de que si era capaz de descubrir un método seguro y sistemático de plantear los problemas económicos terminaría llegando a buen puerto»².

Los cursos de Friedman también cambiaron la actitud de Lucas ante los planes de estudio y las calificaciones. A partir de entonces no estuvo dispuesto a dedicarse seriamente a una asignatura que no lo motivara profundamente, con lo que su expediente académico cambió radicalmente. Hasta entonces casi todo habían sido matrículas; en adelante empezó a cosechar aprobados raspados porque dedicaba poco tiempo a los cursos que no le interesaban para aprovecharlo desde su punto de vista, en estudios importantes. Entre estos últimos, se matriculó en cursos difíciles de Análisis Matemático y en —otra revelación— un curso de Estadística en el que se usaba como texto el famoso libro de Feller *An Introduction to Probability Theory and its Applications*. Esta es otra de esas experiencias que cambió su vida, hasta el punto —dice Lucas— «que todavía ahora de cuando en cuando releo el libro de Feller, o el de Samuelson, solo por el placer de la compañía del autor»³.

Dentro del Departamento de Economía, aparte de Friedman, los que ejercieron una influencia más dura en Lucas fueron Arnold Harberger con sus cursos de Hacienda, Zvi Griliches y Gregg Lewis que, desde sus cursos de Econometría, despertaron su interés por la Estadística y Donald Bear en Economía Matemática. Tan importante como el influjo de los docentes fue el de los condiscípulos, muchos de los cuales alcanzaron notoriedad internacional. Lucas entabló una amistad muy estrecha con Glen Cain, Neil Wallace, Sherwin Rosen y G.S. Maddala, con los que solía mantener discusiones interminables sobre problemas técnicos de análisis económico y sobre política a secas⁴.

En 1963 entró a formar parte del claustro del Carnegie Institute of Technology (hoy Carnegie-Mellon University) donde encontró un clima muy estimulante para la investigación y un grupo de colegas que ensancharon sus horizontes. Herbert Simon (Nobel 1978), aunque ya no trabajaba en economía, estaba siempre dispuesto a discutir cuestiones económicas a la hora del café o del almuerzo; Nancy Schwartz y Morton Kamien trabajaban en los temas de programación dinámica que le interesaban a Lucas; Lucas Rapping, por ser más experto en economía laboral, demostró ser el coautor ideal en la serie de artículos sobre

² *Ibidem*.

³ *Ibidem*.

⁴ *Ibidem*.

¹ <http://www.nobelprize.org/nobelprizes/ecc>.

salarios reales e inflación que les ganaron justa fama; Thomas Sargent (Nobel 2011) visitó Carnegie en 1964 mientras escribía su tesis, coincidiendo con la llegada como estudiante de Edward Prescott (Nobel 2004), que colaboraría muy intensamente con Lucas en varios proyectos de investigación; Richard Roll, discípulo de Eugene Fama en Chicago, le descubrió la hipótesis de los mercados eficientes (que es, en cierto modo, la versión en el campo de las finanzas, de las expectativas racionales).

Pero, en este último sentido, la influencia más directa fue la de John Muth, el autor original y formulador del concepto de expectativas racionales⁵, aunque su trabajo se orientaba más hacia la Investigación Operativa.

En este ambiente, Lucas produjo obras importantes: los artículos con Rapping sobre inflación y salarios, varios artículos sobre la demanda de inversión, una serie de artículos con Prescott sobre inversión, capacidad y el artículo más citado de toda su carrera, con mención especial en la concesión del Nobel, concluido en 1970 y publicado en 1972⁶, *Expectations and the Neutrality of Money*.

En 1974 regresó a Chicago, esta vez como catedrático del Departamento de Economía, y de allí no se ha movido desde entonces. En 1980 fue nombrado John Dewey Distinguished Service profesor y en 1995 ganó el premio Nobel. Ha sido presidente de la American Economic Association y de la Econometric Society.

Incluso su vida matrimonial está relacionada con su programa de investigación. En 1959, Lucas se casó en Nueva York con Rita Cohen, antigua condiscípula en algunas asignaturas de la licenciatura de la Universidad de Chicago, con la que tuvo dos hijos varones. El matrimonio se rompió en 1982 pero el convenio de divorcio no se firmó hasta 1987. Gracias al ingenio de su abogada, Charlotte Adelman, una de las cláusulas del convenio estipulaba que si Lucas ganaba el Nobel antes de transcurridos ocho años, Rita Lucas recibiría la mitad del importe (después de impuestos), y, por capricho de la fortuna, el premio se otorgó efectivamente cuando faltaban unos días para el cumplimiento del plazo de ocho años. Una prueba de la validez de la hipótesis de las expectativas racionales que Lucas sintió directamente en su bolsillo, y una prueba también de que Rita Lucas, farmacéutica de profesión, había absorbido los principios del razonamiento económico durante las casi tres décadas de vida en común.

⁵ En el artículo «Rational Expectations and the Theory of Price Movements», *Econometrica*, 1961, que es todavía la introducción más clara y lúcida al tema.

⁶ En el *Journal of Economic Theory*.

En la citación de la Fundación Nobel se destacan tres áreas de la obra de Lucas:

1. La hipótesis de las expectativas racionales

Dice textualmente: «*por haber desarrollado y aplicado la hipótesis de las expectativas racionales, posibilitando de este modo una evaluación más correcta de las medidas de política económica*». La caracterización es correcta. La mención no dice que Lucas sea el autor de la hipótesis de las expectativas racionales, con muy buen sentido, porque ese mérito le corresponde a Jack Muth, que fue el formulador de la idea original. Pero el planteamiento inicial de Muth estaba limitado por los supuestos simplificadores que condicionaban la derivación —una ilustración sencilla del teorema de la telaraña—. Lucas hizo la hipótesis operativa, adaptándola para hacerla aplicable a los modelos macroeconómicos —y más adelante a otros campos también—; al mismo tiempo desarrolló las matemáticas y los estimadores estadísticos que permitieron contrastar los modelos de expectativas racionales con las bases de datos disponibles en la actualidad.

De este modo, Lucas hizo posible la contrastación rigurosa de relaciones como la curva de Phillips que hasta entonces se había atacado con procedimientos *ad hoc*. Friedman⁷ había demostrado que a largo plazo la curva de Phillips es vertical, es decir, que a largo plazo la tasa de paro —esto es, la tasa natural paro de la economía— es independiente de la inflación. Pero este resultado lo obtuvo postulando un mecanismo adaptativo de formación de expectativas, un estimador tan restrictivo que solo genera expectativas consistentes en el supuesto extremo en que el proceso estocástico que genera las observaciones es integrado de media móvil. Pero la crítica más grave a ese proceder es que la formación de expectativas se postula fuera del modelo y luego se inserta en este artificialmente. En el programa de investigación de Lucas un modelo de equilibrio general debe ser completo y explícito, de modo que determine conjuntamente todas las variables endógenas —en el caso de la relación entre paro e inflación, el modelo debe determinar el paro y la producción, por un lado, y los precios y las expectativas de precios, por otro. Las expectativas no deben venir dadas desde fuera sino incorporar el proceso de formación de precios dentro del modelo.

Lucas formuló el tratamiento riguroso de las expectativas racionales en un modelo de equilibrio general en su artículo magistral de 1972, *Rational Expectations and the Neutrality of Money* y aplicó la metodología en él expuesta

⁷ En «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, 1968.

al problema de la curva de Phillips, es decir, al problema de la relación entre inflación y desempleo, en varios trabajos. Casi simultáneamente apareció *Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis*⁸ y poco más tarde *Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*⁹. El trabajo escrito conjuntamente con Lucas Rapping, *Real Wages, Employment and Inflation*¹⁰ se inscribe también en esta línea.

Lucas también desarrolló las técnicas estadísticas apropiadas para estimar modelos con expectativas racionales, haciéndolos relevantes para analizar problemas prácticos de política económica, en trabajos como los que aparecen en el volumen *Rational Expectations and Econometric Practice*¹¹, sin las cuales la hipótesis de las expectativas racionales hubiera quedado reducida a una curiosidad teórica.

2. Teoría del equilibrio de los ciclos económicos

En la tradición keynesiana, perturbaciones en la demanda agregada dan lugar a fluctuaciones de la producción y el empleo porque los precios nominales o los salarios no se ajustan perfectamente. Esta es una debilidad grave del enfoque keynesiano: la rigidez de los precios o de los salarios se postula, en vez de determinarse conjuntamente con el resto de las variables endógenas del modelo. Es admisible que los datos como los gustos o preferencias, las relaciones técnicas y las constantes que configuran el marco institucional vengan dados desde fuera, pero variables tan genuinamente económicas como los precios o los salarios deben determinarse dentro de un modelo correctamente especificado.

Lucas inició su modelización rigurosa de los ciclos económicos en 1975, con *An Equilibrium Theory of the Business Cycle*¹² y la extendió en varios trabajos donde entre las variables que se determina a lo largo del ciclo está la magnitud del retraso con que los precios y salarios se ajustan, de modo que la inflexibilidad de los precios es el resultado de las decisiones de optimización de los agentes en un torno de información limitada. Estos trabajos están recogidos en su libro *Studies in Business Cycle*

*Theory*¹³ y explicados a un nivel más elemental en las Yrjö Jahnsson Lectures que dictó en Helsinki en 1985¹⁴. Una crítica que se formula con frecuencia al enfoque del ciclo de Lucas y sus seguidores es que está limitado por el supuesto de precios y salarios flexibles. La lectura de estos trabajos demuestra que esta crítica es infundada. Los modelos de equilibrio del ciclo pueden exhibir precios flexibles o precios rígidos.

3. Evaluación macroeconómica de la política económica

Cuando estaban de moda los grandes modelos económicos de centenares de ecuaciones —el modelo de Brookings, el modelo de la Reserva Federal, etc.— que describían en detalle el comportamiento de las grandes variables macroeconómicas de la economía americana con fines de predicción y de determinación de las políticas económicas más adecuadas en cada caso, Lucas formuló la crítica que lleva su nombre, demostrando que esos modelos no podían usarse para instrumentar la política económica porque los parámetros estimados bajo un régimen de política económica no eran invariantes ante un cambio de régimen. Las expectativas juegan un papel crucial en este caso. Si, por ejemplo, el Banco Central sigue una política de estabilidad de precios, el público descubrirá que los precios van a ser estables y actuará en consecuencia. En concreto, el tipo de interés nominal será igual al tipo de interés real, y si se estiman relaciones de comportamiento, los parámetros reflejarán esas expectativas y la conducta consecuente del público; si de pronto del banco central se lanza a una política monetaria expansiva —quizá para rebajar la carga de la deuda pública—, el público esperará una fase de inflación, preparándose en consecuencia. Entre otras cosas, el tipo de interés nominal será ya superior al tipo real en la cuantía de la inflación esperada. Los parámetros de las ecuaciones de comportamiento se han alterado y, por tanto, las ecuaciones estimadas ya no tienen validez.

Lucas demostró rigurosamente la limitación de la validez de los parámetros estimados en las ecuaciones de comportamiento al régimen de política económica durante el periodo muestral en *Econometric Policy Evaluation: a Critique*¹⁵ y esta crítica ya se ha incorporado al saber convencional.

⁸ Como un capítulo en Otto Eckstein (ed): *The econometrics of Price Determination*, Federal Reserve, Washington, 1972.

⁹ En A.E.R., 1973.

¹⁰ Publicado como un capítulo en el libro editado por Edmund Phelps: *The New Microeconomics of Inflation and Employment Theory*, Norton, 1970.

¹¹ Coeditado con Thomas Sargent y publicado por University of Minnesota Press, 1981.

¹² Publicado en *Journal of Political Economy*, 1975.

¹³ Publicado en MIT Press, 1981.

¹⁴ Publicadas bajo el título *Models of Business Cycles*, Blackwell, 1987.

¹⁵ Publicado en K. Brunner and A. Meltzer (eds): *The Phillips Curve and Labor Markets*, North-Holland, 1975.

Otras aportaciones

Las contribuciones de Lucas no están confinadas a los campos citados. Ha publicado artículos originales sobre: la inversión y el acelerador flexible, la distribución, la dimensión y la estructura de las ciudades y comercio internacional, entre otros temas.

En el área de la economía financiera, Lucas presentó el primer modelo dinámico de equilibrio general con expectativas racionales de formación de los precios de los activos en uno de los artículos más citados, *Asset Prices in an Exchange Economy*¹⁶. Ha escrito el libro que es la refe-

rencia obligada sobre análisis dinámico de los problemas económicos¹⁷. Uno de los artículos originales sobre crecimiento endógeno, un área de investigación muy activa en la actualidad lo escribió Lucas en 1988¹⁸. Desde entonces ha dedicado mucha atención al problema del desarrollo, sobre el que ha escrito muchos artículos técnicos. Esos trabajos, junto a otros no publicados, le han servido de soporte para uno de los libros más lúcidos sobre el problema del desarrollo, *Lectures on Economic Growth*¹⁹.

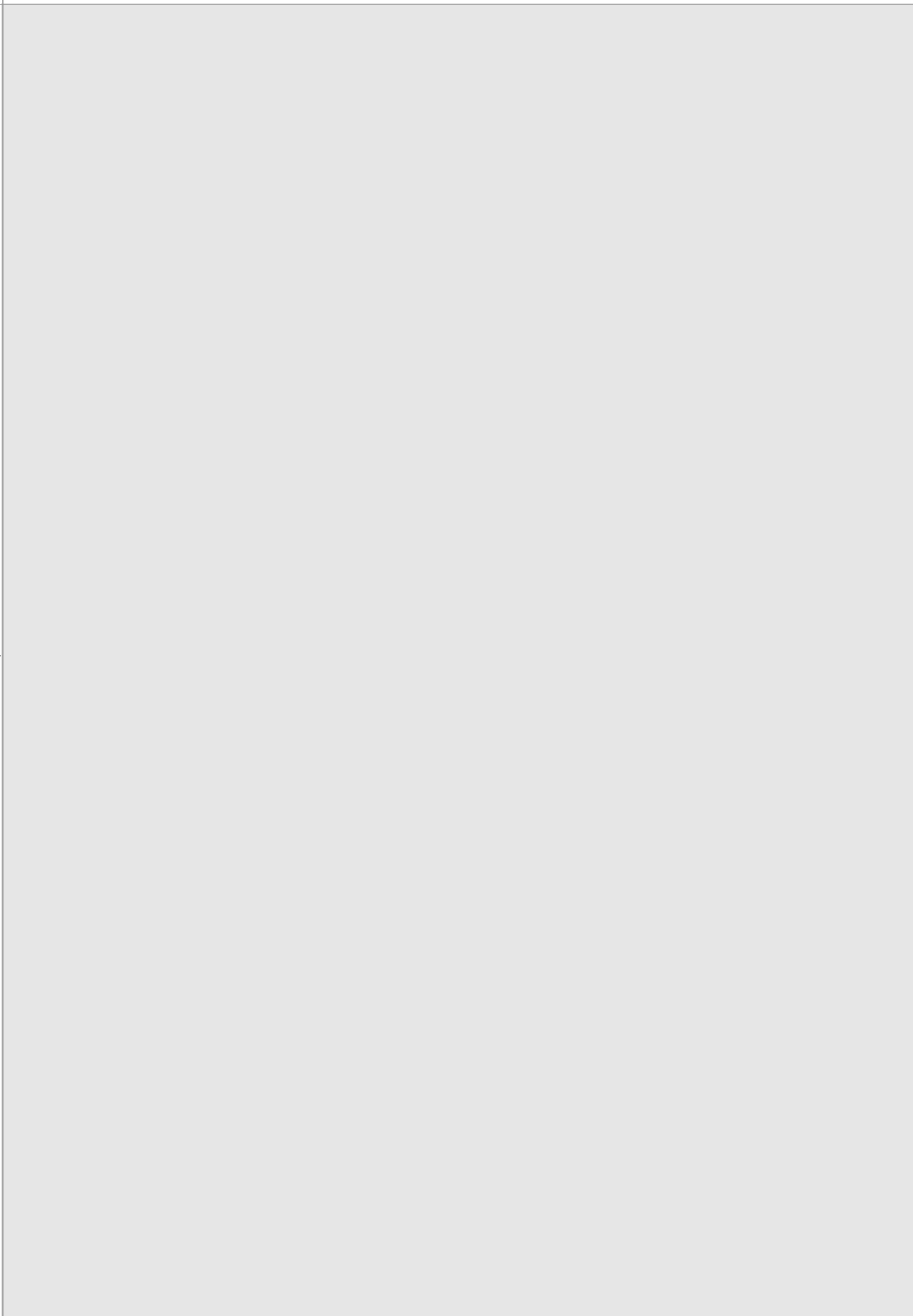
Las obras citadas son solo una parte de la inmensa —en variedad, cantidad y calidad— producción intelectual de Lucas. Es difícil encontrar un área del análisis económico que no haya dejado la marca de su pensamiento.

¹⁶ *Econometrica*, 1978.

¹⁷ Conjuntamente con Nancy Stokey y con la colaboración de E. Prescott: *Recursive Methods in Dynamic Economics*, Harvard University Press, 1989.

¹⁸ «On the mechanics of Economic Development», *Journal of Monetary Economics*, 1988.

¹⁹ Publicado en Harvard University Press, 2002.



Panel de previsiones de la economía española septiembre 2012

Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas

El PIB se contrajo un 0,4% en el segundo trimestre del año, en negativo por cuarto trimestre consecutivo. La caída de la demanda nacional se acentuó en comparación con el trimestre anterior por el mayor descenso del consumo y de la inversión, mientras que la aportación del sector exterior fue mayor.

Los indicadores disponibles relativos al tercer trimestre señalan una caída del PIB no mucho más intensa que la del segundo, si bien el efecto del adelanto antes de la subida del IVA de compras que se habrían realizado en el cuarto trimestre puede haber distorsionado algo el resultado al alza, aunque la mayor parte de ese efecto se haya compensado dentro del propio trimestre (en septiembre).

En cualquier caso, incluso suponiendo una caída en el último trimestre mucho más intensa que en los trimestres anteriores, como previsible resultado del impacto de las medidas de ajuste fiscal que se concentran en dicho periodo, parece ya claro que la caída del PIB anual será algo menor a lo previsto en los últimos Paneles. De este modo, la previsión media, o de consenso, para 2012 se ha elevado en una décima porcentual hasta un -1,6%.

Sin embargo, la previsión para 2013 se ha recortado cuatro décimas, hasta -1,5%. La revisión resulta de un resultado más negativo para la demanda nacional, que ahora se estima que caerá un 3,8%, aunque parte de este descenso será contrarrestado por una mayor aportación del sector exterior.

El perfil trimestral que surge de las cifras de consenso (cuadro 2) es de más caídas del PIB hasta el segundo trimestre de 2013, y ligeros crecimientos en el tercero y cuarto.

La caída de la actividad en la industria se ha moderado en julio y agosto, probablemente reflejando en gran parte el efecto del adelanto de compras antes de la subida del IVA. La previsión para este año se ha modificado ligeramente al alza hasta un -4,7%, aunque la del año que viene ha empeorado hasta el -2,6%.

En los últimos meses la tasa de inflación ha repuntado sensiblemente, aunque no por un incremento de las tensiones inflacionistas, sino por un conjunto de factores externos, como el aumento del precio del petróleo y modificaciones normativas que afectan a los precios finales al consumo —el cambio en la fiscalidad del tabaco, el nuevo sistema de financiación de los medicamentos, subidas de tasas y precios públicos y la subida del IVA—.

La previsión de crecimiento para 2012 mejora una décima

La previsión para 2013 se recorta hasta -1,5%

Escasas modificaciones en la previsión para la industria

Aumentan las previsiones de inflación

Como consecuencia de ello, las previsiones para las tasas medias tanto de 2012 como de 2013 se han incrementado hasta un 2,4% y un 2,2% respectivamente. La previsión para las tasas interanuales de diciembre de este año y el próximo se han incrementado hasta 3,1% y 1,6% respectivamente.

En los meses de verano, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, el empleo ha seguido reduciéndose a un ritmo intenso, muy cercano al registrado en los trimestres anteriores. Incluso, si se excluyen los empleados del hogar, cuyo cambio de régimen ha introducido un cierto sesgo en la tendencia de la serie, la caída del empleo ha sido más intensa. La previsión de consenso para 2012, pese a la corrección al alza de la tasa de crecimiento esperada, se ha revisado a la baja hasta una caída del 3,9%. Para 2013, en consonancia con las peores previsiones de crecimiento del PIB, la estimación empeora seis décimas con respecto al consenso anterior, hasta el -2,6%.

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 2,4% este año y un 1,1% el próximo, mientras que los CLU experimentarán un descenso del 1,8% y del 0,6%, respectivamente.

En los primeros siete meses de 2012 el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente se redujo un 31,7% en comparación con el mismo periodo del año pasado. Esta reducción procedió de un cambio de signo en la balanza comercial total (bienes y servicios), cuyo saldo se volvió superavitario, y de un descenso del déficit de rentas y transferencias.

La previsión para esta variable se sitúa en un -1,8% del PIB este año –una décima más negativo que en el Panel de julio-, mientras que la correspondiente a 2013, en coherencia con la mayor caída prevista para la demanda nacional, se ha elevado (una décima menos negativa) hasta un -0,1%.

El déficit de las AA.PP. en el segundo trimestre del año, en términos de contabilidad nacional, ascendió, utilizando la media móvil de cuatro trimestres, al 9,7% del PIB, si bien un punto porcentual de esta cifra resulta de la asunción de pérdidas por las ayudas financieras a las entidades de crédito. En cualquier caso, el resultado refleja un escaso avance en la corrección del déficit en la primera mitad del año, aunque se espera que se acelere en la segunda mitad, ya que la mayor parte de las medidas de ajuste concentrarán en este periodo.

La previsión del consenso de los participantes en el Panel apunta ahora a un saldo presupuestario del -6,9% del PIB en 2012, cifra que se refiere al déficit sin incluir el impacto de las ayudas a las entidades financieras. Este resultado supone un empeoramiento de seis décimas porcentuales con respecto a la ofrecida en el Panel anterior. La estimación para 2013 ha empeorado 1,1 puntos porcentuales hasta el -5,1%. En ambos casos, por encima de los objetivos de déficit.

El PIB en la zona euro se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre, y todo apunta a que en el tercero el resultado también fue negativo. De entre las grandes economías del área, solo Alemania consiguió esquivar la recesión, mientras que la economía francesa se encuentra estancada desde finales de 2011 y España e Italia están sumidas en una recesión. La valoración unánime de los panelistas relativa al contexto económico en la UE es desfavorable, y la mayoría creen que la situación va a seguir así en los próximos meses.

En cuanto a la situación fuera de la UE, la recuperación de Estados Unidos parece sólida aunque con un crecimiento moderado, los indicadores del mercado inmobiliario han comenzado a repuntar y la evolución del empleo en septiembre fue muy positiva. Pero existe un temor creciente a que la falta de acuerdo en el Congreso con respecto al ritmo del ajuste

Empeoran las perspectivas para el empleo

Continúa el ajuste del déficit exterior

Dificultad para cumplir los objetivos de déficit

El contexto europeo es claramente desfavorable

fiscal conduzca a un fiscal cliff el año próximo, lo que arrastraría la economía a la recesión. Las economías emergentes han ralentizado sensiblemente su crecimiento, especialmente China. La valoración del consenso 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, hasta el punto de que aumentan los panelistas que piensan que ya son demasiado bajos para nuestra economía –aunque siguen siendo mayoría los que piensan que son los adecuados-. También siguen siendo mayoría las opiniones en cuanto a que se van a mantener en el nivel actual.

Las tensiones en torno a la deuda pública española se han suavizado desde que el presidente del BCE anunció un programa de compra de deuda en el mercado secundario, aunque sujeto a condiciones. Pese a ello, la opinión de que la rentabilidad de la deuda pública es excesivamente elevada para las condiciones de la economía española es creciente, prácticamente mayoritaria. Con respecto a su evolución esperada para los próximos meses, la gran mayoría de las respuestas se reparten entre las opciones de que se van a mantener igual y que van a disminuir.

La relajación de la crisis de la deuda soberana desde finales de julio ha favorecido una recuperación del euro, de modo que se ha producido un aumento sustancial en la mayoría de panelistas que opinan que está apreciado. La mayoría espera que en los próximos meses sufra una depreciación.

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 la gran mayoría de opiniones apuntan a que la política monetaria es expansiva, y se sigue considerando de forma unánime que esa orientación debe mantenerse.

No se espera que los tipos de la deuda pública sigan aumentando

El euro está apreciado

La política monetaria debe ser expansiva

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE 2012

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		Consumo hogares		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
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	-1,7	-2,0	-2,2	-2,5	-5,1	-9,0	-5,1	-9,6	-7,8	-3,4	-11,3	-5,2	-4,3	-4,3
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	-1,4	-1,4	-2,0	-2,8	-4,8	-7,9	-9,4	-5,6	-9,1	-4,6	-10,7	-6,7	-4,2	-4,4
Bankia	-1,4	-1,5	-2,3	-2,4	-4,1	-5,9	-9,2	-4,2	-6,7	-3,1	-11,5	-5,5	-4,2	-3,4
CatalunyaCaixa	-1,7	-1,4	-2,4	-3,5	-4,8	-7,2	-9,9	-5,2	-7,1	2,4	-13,5	-9,6	-4,0	-3,8
Cemex	-1,7	-2,0	-2,2	-2,6	-4,5	-4,0	-10,0	-8,5	-8,0	-6,0	-12,5	-11,2	-4,4	-4,0
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	-1,7	-1,4	-1,9	-2,2	-4,9	-7,6	-9,2	-2,9	-7,5	-2,4	-10,3	-3,2	-4,1	-3,4
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	-1,6	-1,2	-2,0	-2,0	-4,9	-8,1	-9,3	-4,3	-7,2	-1,7	-11,4	-6,5	-4,3	-3,6
CEOE	-1,6	-1,6	-2,1	-2,1	-5,2	-9,3	-9,7	-4,7	-7,7	-2,0	-11,7	-6,4	-4,1	-3,7
ESADE	-1,5	-1,2	-1,0	-1,1	-6,9	-4,3	-1,3	-1,0	--	--	--	--	-2,2	-1,9
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	-1,5	-1,8	-2,1	-3,2	-3,5	-5,1	-9,6	-9,0	-6,4	-3,5	-12,3	-12,6	-4,0	-4,7
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	-1,5	-1,4	-1,8	-2,3	-6,8	-6,2	-9,3	-5,2	-6,8	-3,5	-11,1	-6,2	-4,2	-4,0
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	-1,8	-1,2	-1,8	-1,3	-4,4	-6,0	-6,8	-4,5	-5,3	-2,5	-8,5	-6,0	-3,4	-3,0
Instituto de Macroeconomía y Finanzas (Universidad CJC)	-1,5	-1,0	-2,3	-1,8	-4,4	-3,5	-10,0	-5,0	-7,9	-3,1	-12,2	-6,4	-4,4	-2,8
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	-1,4	-1,6	-1,5	-1,2	-4,8	-8,1	-9,2	-6,8	-7,0	-5,4	-11,3	-8,5	--	--
Intermoney	-1,6	-2,0	-2,3	-3,8	-3,4	-4,6	-10,7	-12,1	-9,0	-13,8	-12,8	-12,5	-4,3	-5,6
La Caixa	-1,5	-1,5	-1,9	-1,5	-4,4	-8,5	-9,8	-5,6	-8,7	-6,3	-11,4	-5,3	-4,0	-3,7
Repsol	-1,7	-1,4	-1,3	-1,7	-5,9	-9,9	-10,1	-4,8	-9,5	-2,1	-11,6	-6,3	-4,1	-4,2
Santander	-1,5	-1,4	-2,0	-1,7	-4,0	-7,0	-9,1	-6,5	-6,2	-4,2	-11,2	-7,8	-3,9	-3,7
Solchaga Recto & asociados	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-5,1	-8,1	-9,2	-6,6	-6,1	-5,8	-11,5	-7,5	-4,3	-4,3
CONSENSO (MEDIA)	-1,6	-1,5	-2,0	-2,2	-4,8	-6,9	-8,8	-5,9	-7,5	-3,9	-11,5	-7,4	-4,0	-3,8
Máximo	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-3,4	-3,5	-1,3	-1,0	-5,3	2,4	-8,5	-3,2	-2,2	-1,9
Mínimo	-1,8	-2,0	-2,4	-3,8	-6,9	-9,9	-10,7	-12,1	-9,5	-13,8	-13,5	-12,6	-4,4	-5,6
Diferencia 2 meses antes (1)	0,1	-0,4	-0,3	-0,7	2,1	-0,4	-0,1	-1,5	-0,3	-1,4	-0,7	-1,6	0,3	-0,7
- Suben (2)	11	1	2	2	15	4	5	2	5	2	4	1	11	4
- Bajan (2)	2	10	12	11	1	9	9	13	7	9	9	14	2	10
Diferencia 6 meses antes (1)	0,1	-1,3	-0,2	-1,5	2,3	-1,8	-0,4	-2,7	-1,5	-3,5	-1,1	-2,7	0,2	-1,8
Pro memoria:														
Gobierno (julio 2012)	-1,5	-0,5	-1,5	-1,4	-4,8	-8,2	-9,8	-2,0	--	--	--	--	-4,0	-2,8
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	--	--
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	-4,4	-2,1
FMI (octubre 2012)	-1,5	-1,3	-2,2	-2,4	-4,1	-5,4	-8,9	-4,1	--	--	--	--	-4,0	-3,3
OCDE (mayo 2012)	-1,6	-0,8	-2,9	-1,8	-7,7	-4,5	-9,3	-2,4	--	--	--	--	-5,3	-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 - SEPTIEMBRE 2012

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y serv.		Producción industrial (IPI)		IPC (media anual)		Costes laborales (3)		Empleo (4)		Paro (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB) (5)		Saldo AA.PP. (% del PIB) (6)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	1,7	5,6	-6,8	-1,6	--	--	2,4	2,3	--	--	-4,5	-2,4	25,1	26,7	-1,6	0,1	-6,9	-5,1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	2,6	7,2	-6,5	-2,1	--	--	2,1	1,5	--	--	-4,3	-3,6	24,9	26,0	-1,2	0,7	-6,3	-5,0
Bankia	3,1	3,6	-6,1	-2,7	-3,8	-1,8	2,6	2,5	--	--	-4,2	-3,1	25,0	26,4	-2,2	0,3	--	--
CatalunyaCaixa	2,1	4,7	-6,9	-5,5	--	--	2,5	2,4	--	--	-4,2	-1,8	24,6	26,0	--	--	--	--
Cemex	2,2	5,6	-5,9	0,0	--	--	2,4	2,3	--	--	-4,5	-3,0	24,5	25,5	-0,9	0,5	-7,0	-5,3
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URIC)	3,0	4,8	-4,8	-1,5	--	--	2,5	2,4	--	--	-3,6	-1,5	24,3	25,2	-1,1	0,0	-6,5	-4,7
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	2,7	4,2	-5,8	-2,4	-5,1	-3,6	2,4	2,4	1,3	1,3	-4,2	-2,1	24,8	26,2	-1,7	0,8	-7,1	-3,4
CEOE	3,2	5,4	-5,8	-2,5	-5,7	-3,8	2,4	1,8	0,3	0,3	-4,5	-3,2	25,2	26,5	-2,5	-1,0	-6,9	-4,9
Esade	4,0	3,0	1,0	1,0	--	--	1,7	2,5	--	--	-3,0	-2,5	24,0	24,5	-2,0	-2,5	--	--
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	1,7	3,8	-6,5	-5,4	-6,1	-3,7	2,6	2,4	1,0	0,5	-4,3	-3,4	25,0	27,2	-2,1	0,2	-6,9	-5,0
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	1,5	3,8	-6,3	-2,0	-4,5	-2,0	2,3	2,4	0,0	0,3	-4,0	-2,7	24,8	26,0	-2,0	0,2	-6,3	-5,1
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	3,0	4,5	-3,0	-2,0	-2,5	-1,1	2,0	2,1	-0,1	0,2	-2,5	-1,7	24,1	25,3	-2,5	-0,1	-6,3	-5,1
Instituto de Macroeconomía y Finanzas (Universidad CIC)	3,3	4,4	-6,3	-2,3	--	--	2,6	2,5	0,7	--	-4,4	-2,9	25,2	27,3	-1,9	-1,0	-7,3	-6,0
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	1,8	3,3	-6,1	-3,4	-5,0	-4,2	2,4	2,3	--	--	--	--	24,9	26,6	-2,2	-0,7	--	--
Intermoney	1,3	-3,2	-8,0	-14,9	--	--	2,9	1,6	-0,3	-0,9	-4,0	-3,9	24,8	27,2	-2,1	1,7	-7,9	-6,5
la Caixa	2,0	3,8	-6,1	-3,3	-6,5	-3,0	2,5	2,4	1,0	1,0	-4,1	-2,8	24,8	26,3	-2,2	-0,2	-6,3	-4,5
Repsol	0,4	4,8	-7,9	-4,8	-3,1	-0,5	2,0	1,6	0,8	0,6	-2,0	-1,8	24,5	25,0	-1,2	-0,2	-7,0	-4,9
Santander	2,9	3,8	-5,6	-4,0	--	--	2,5	2,7	0,8	0,3	-4,0	-2,3	24,6	25,7	-2,4	-1,3	--	--
Solchaga Recio & asociados	1,7	4,4	-6,9	-4,1	--	--	2,5	2,1	--	--	-4,1	-2,5	24,7	26,3	-1,3	-0,2	-7,5	-5,3
CONSENSO (MEDIA)	2,3	4,1	-5,8	-3,3	-4,7	-2,6	2,4	2,2	0,6	0,5	-3,9	-2,6	24,7	26,1	-1,8	-0,1	-6,9	-5,1
Máximo	4,0	7,2	1,0	1,0	-2,5	-0,5	2,9	2,7	1,3	1,3	-2,0	-1,5	25,2	27,3	-0,9	1,7	-6,3	-3,4
Mínimo	0,4	-3,2	-8,0	-14,9	-6,5	-4,2	1,7	1,5	-0,3	-0,9	-4,5	-3,9	24,0	24,5	-2,5	-2,5	-7,9	-6,5
Diferencia 2 meses antes (1)	0,3	-0,8	0,5	-2,0	0,3	-0,5	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,3	-0,6	0,3	0,9	-0,1	0,1	-0,6	-1,1
- Suben (2)	7	4	10	0	3	2	15	13	5	4	1	1	11	12	3	6	1	0
- Bajan (2)	8	9	4	13	4	5	0	1	1	1	8	10	0	0	8	6	10	10
Diferencia 6 meses antes (1)	-0,8	-1,6	-0,1	-3,3	-0,9	-2,1	0,6	0,6	0,2	-0,3	-0,6	-1,2	0,7	1,5	0,0	0,5	-1,1	-1,7
Pro memoria:																		
Gobierno (julio 2012)	1,6	6,0	-6,7	-1,5	--	--	--	--	-1,0	1,5	-3,7	(8)	24,6	24,3	-2,0	0,0	-6,3	-4,5
Banco de España (enero 2012)	3,5	5,9	-4,8	1,2	--	--	1,5	(7)	-0,8	0,1	-3,0	-0,7	23,4	23,3	-1,4	(9)	-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 (octubre 2012)	2,4	3,5	-5,7	-2,8	--	--	2,4	2,4	--	--	-4,4	-0,1	24,9	25,1	-2,0	-0,1	-7,0	-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) Deflador del consumo privado.

(7) Necesidad de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

PREVISIONES TRIMESTRALES - SEPTIEMBRE 2012 ¹

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 ²	-0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-0,5	-0,1	0,1	0,3
Consumo hogares ²	0,3	-1,0	-0,7	-1,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,1

¹ Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.² Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

Cuadro 3

PREVISIONES IPC - SEPTIEMBRE 2012¹

Variación mensual en %				Variación interanual en %	
sep-12	oct-12	nov-12	dic-12	dic-12	dic-13
1,0	1,1	0,7	0,5	3,1	1,6

¹ Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Cuadro 4

OPINIONES - SEPTIEMBRE 2012

Número de respuestas

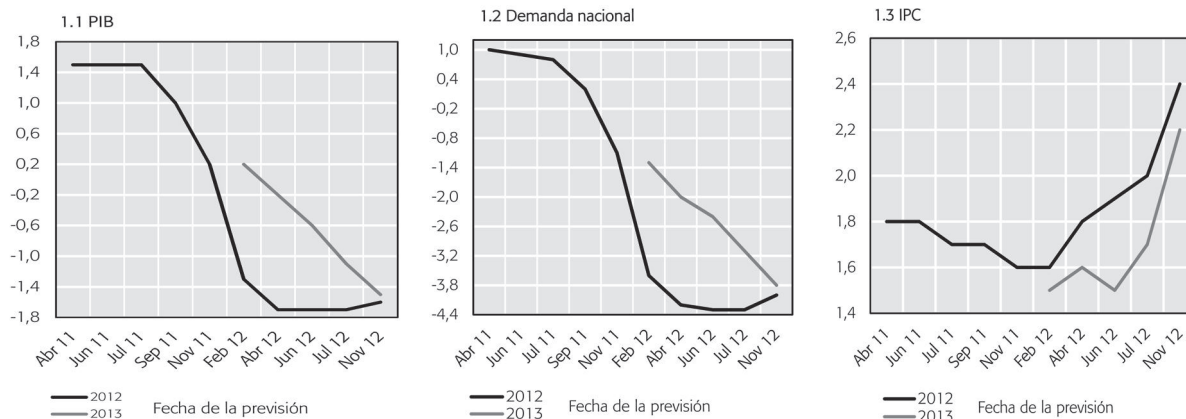
	Actualmente			Tendencia 6 próximos meses		
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE	0	0	18	4	12	2
Contexto internacional: No-UE	1	14	3	3	13	2
	Bajo ¹	Normal ¹	Alto ¹	A aumentar	Estable	A disminuir
Tipo interés a corto plazo ²	7	8	3	1	14	3
Tipo interés a largo plazo ³	0	1	17	2	9	7
	Apreciado ⁴	Normal ⁴	Depreciado ⁴	Apreciación	Estable	Depreciación
Tipo cambio euro/dólar	11	6	1	0	6	12
	Está siendo			Debería ser		
	Restrictiva	Neutra	Expansiva	Restrictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal ¹	18	0	0	14	3	1
Valoración política monetaria ¹	3	2	13	0	0	18

¹ En relación a la situación coyuntural de la economía española.² Euríbor a tres meses.³ Rendimiento deuda pública española a 10 años.⁴ En relación al tipo teórico de equilibrio.

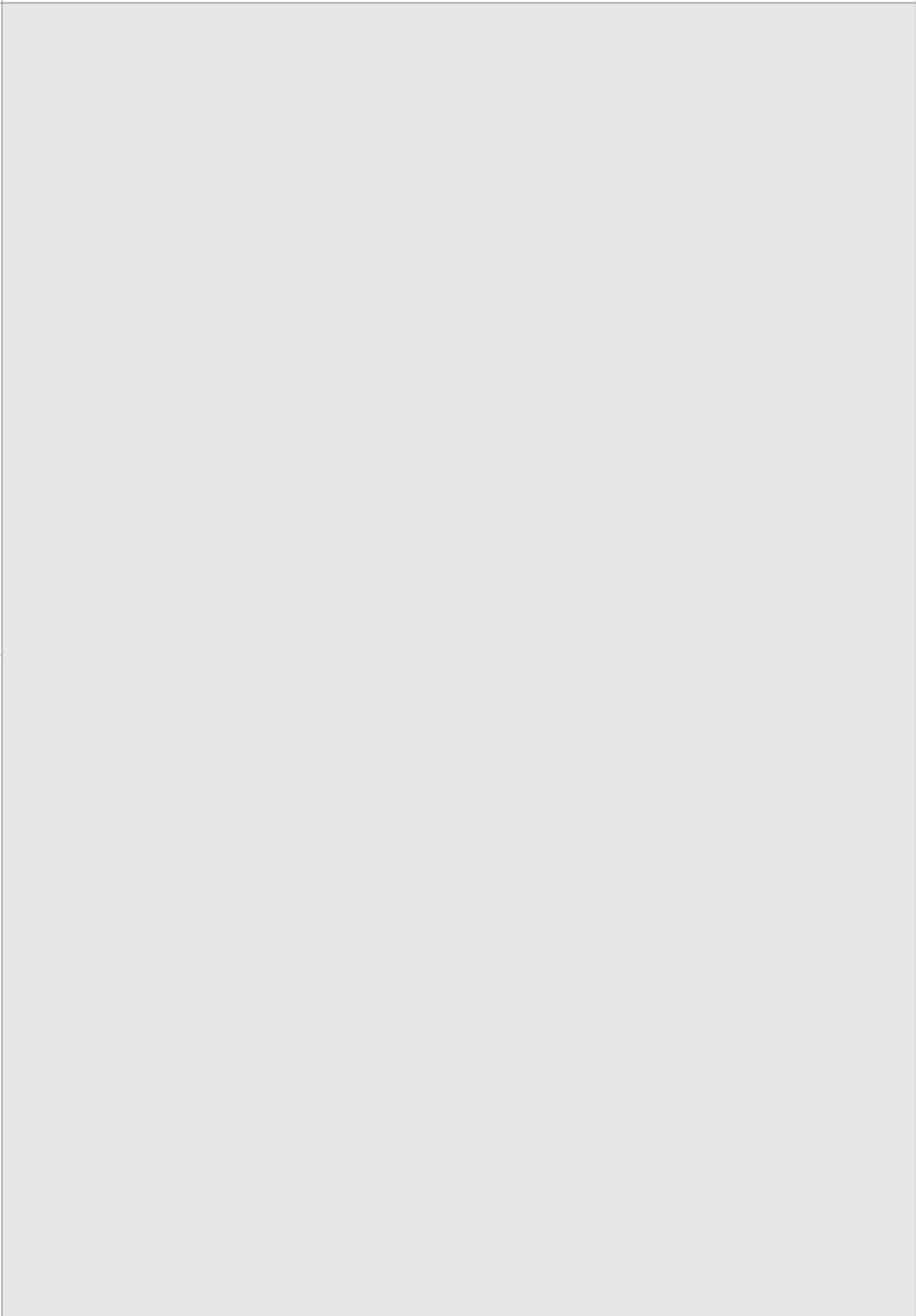
Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES (VALORES DE CONSENSO)

Variación anual en porcentaje



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.



Previsiones de inflación*

Los precios aumentaron un 0,9% en octubre, lo que elevó la tasa interanual de inflación hasta el **3,5%**, una décima porcentual más que en el mes anterior. La tasa **armonizada** fue del **3,5%**, con lo que el **diferencial** con respecto a la media de la zona euro fue de un punto porcentual. La tasa de inflación **subyacente** fue del **2,5%**, lo que supone cuatro décimas porcentuales más que en el mes anterior. El **núcleo inflacionista**, que excluye todos los alimentos y los productos energéticos, ha elevado su tasa de inflación también en cuatro décimas porcentuales hasta el 2,3%.

El resultado ha sido ligeramente superior a lo esperado, debido a la sensible desviación al alza con respecto a lo previsto en los servicios, que ha más que compensado la aportación inferior a la prevista del componente energético.

Dentro de la inflación subyacente, los **alimentos elaborados** han elevado su tasa de inflación en una décima porcentual hasta el 3,0%, debido sobre todo al fuerte encarecimiento del aceite, cuya tasa de inflación ha ascendido desde el 0,5% hasta el 5,3%, aunque otros productos también han registrado elevaciones, como las patatas y sus preparados y el azúcar. Los **bienes industriales no energéticos** (BINE) han mantenido estable su tasa de inflación en el 2,0%. Este nivel, que fue alcanzado el pasado mes de septiembre como consecuencia del alza del IVA y de los medicamentos, es el más elevado desde hace nueve años. En los **servicios** se ha registrado un fuerte repunte hasta el 2,6%, que se explica en buena medida por el aumento de las tasas en la enseñanza superior, aunque otros grupos, como servicios recreativos, de mantenimiento y para el cuidado personal también han elevado su inflación de forma significativa.

De los dos grupos que quedan fuera de la inflación subyacente, en los **alimentos no elaborados** se

* IPC octubre 2012 – previsiones hasta diciembre 2013.

Cuadro 1

IPC OCTUBRE 2012: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES Tasas de variación anual en porcentaje

	septiembre 2012	Octubre 2012		
	Observado	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	3,4	3,5	3,4	0,1
1.2. Inflación subyacente	2,1	2,5	2,2	0,3
1.2.1. Alimentos elaborados	2,9	3,0	3,1	-0,1
1.2.2. BINE	2,0	2,0	2,0	0,0
1.2.3. Servicios	1,8	2,6	2,0	0,6
1.3. Alimentos sin elaboración	2,8	2,7	2,9	-0,2
1.4. Productos energéticos	13,4	11,2	12,6	-1,4
2. Núcleo inflacionista	1,9	2,3	2,1	0,2

Fuentes: INE (datos observados) y Funcas (previsiones).

ha producido un descenso de su tasa interanual hasta el 2,7%, destacando la bajada registrada en el pescado fresco. Por su parte, los **productos energéticos** han presentado una importante reducción, más intensa de lo esperado, como consecuencia del abaratamiento tanto de la electricidad y del gas como de los carburantes y combustibles, reflejando estos últimos el descenso del precio del petróleo de los dos meses anteriores, debido, a su vez, tanto al menor precio en dólares de la materia prima como, sobre todo, a la apreciación del euro.

El aumento de 0,1 pp de la tasa de inflación en octubre se puede explicar, por tanto, por el aumento de las tasas universitarias, que ha aportado precisamente una décima porcentual a la tasa general; otros servicios también han aportado en su conjunto una décima a dicha tasa, que se ha compensado totalmente con la contribución negativa por parte de los carburantes y combustibles.

El importante descenso del precio en euros del petróleo en las semanas más recientes supone un cambio sustancial en la hipótesis de partida del escenario base de las previsiones, conforme a la cual, esta variable se mantiene estable en torno a los niveles de las últimas semanas. Esto ha conducido a una rebaja en la previsión de inflación de cara a los meses finales del año en dicho escenario central de previsiones. La previsión para noviembre y diciembre es del 3,2%, lo que dejaría la tasa media anual de 2012 en el 2,5%. La previsión para la tasa media anual de 2013 se recorta hasta el 2,1%.

En un escenario alternativo de nuevos ascensos en el precio del petróleo la tasa interanual de diciembre se situaría en el 3,4% (la media anual de 2012 se mantendría en el 2,5%), y la media anual de 2013 se elevaría hasta el 2,4%. Finalmente, si continuara descendiendo el precio de esta materia prima, la tasa interanual de diciembre se situaría en el 3,1% y la media anual de 2013 en el 1,9%.

Nota metodológica

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

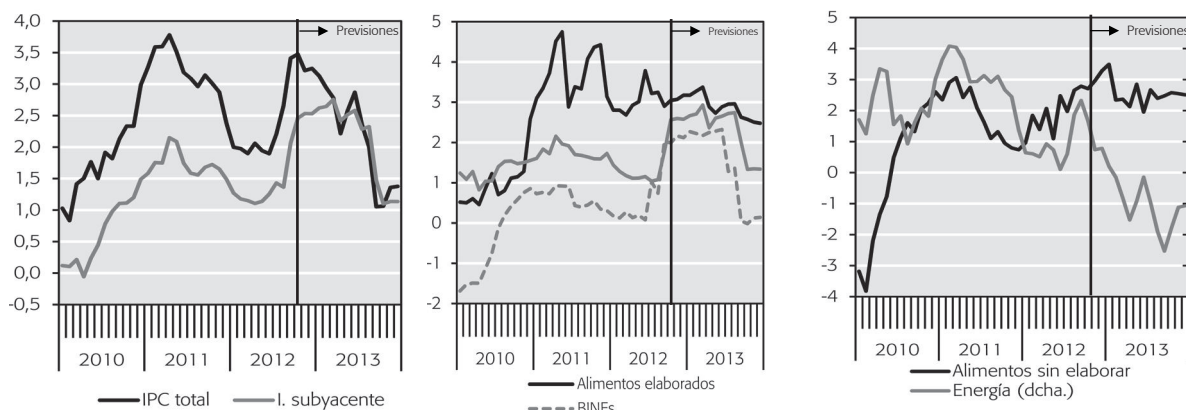
El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa *et al.*, (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por 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

Gráfico 1

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

Variación interanual en porcentaje. Previsiones a partir de noviembre 2012, escenario central



Fuentes: INE y previsiones de Funcas.

Cuadro 2

PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

Fecha de actualización: 13-11-2012				Último dato observado: OCTUBRE 2012																							
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 (*)			
Año	Mes	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	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	0,6	2,6	0,6	2,6	2,8	15,6								
	Media anual	--	1,8	--	0,6	--	1,0	--	-0,5	--	1,3	--	0,0	--	0,0	--	0,0	--	12,5								
2011	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	0,5	1,7	0,5	0,7	-0,3	10,3								
	Media anual	--	3,2	--	1,7	--	3,8	--	0,6	--	1,8	--	1,8	--	1,8	--	1,8	--	15,7								
2012	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	0,2	2,3	0,2	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	0,0	1,8	0,0	1,8	1,1	7,9								
	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	0,1	1,4	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	0,6	2,1	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	-0,6	1,1	-0,6	1,1	-1,9	8,3								
	Junio	-0,2	1,9	0,0	1,3	0,0	3,8	-0,3	0,1	0,3	1,2	1,2	2,5	1,2	2,5	1,2	2,5	-2,4	6,2								
	Julio	-0,2	2,2	-0,7	1,4	0,0	3,2	-2,9	1,0	0,5	1,0	-0,4	2,0	0,5	1,0	-0,4	2,0	3,2	7,8								
	Agosto	0,6	2,7	0,2	1,4	0,2	3,2	-0,5	0,7	0,6	1,1	0,9	2,7	0,6	1,1	0,9	2,7	3,0	11,9								
	Septiembre	1,0	3,4	0,9	2,1	0,5	2,9	2,4	2,0	0,0	1,8	0,4	2,8	0,0	1,8	0,4	2,8	2,1	13,4								
	Octubre	0,9	3,5	1,3	2,5	0,5	3,0	3,0	2,0	0,6	2,6	-0,2	2,7	0,6	2,6	-0,2	2,7	-1,8	11,2								
	Noviembre	0,2	3,2	0,5	2,5	0,3	3,1	1,5	2,2	-0,1	2,6	0,2	3,0	-0,1	2,6	0,2	3,0	-2,1	8,3								
	Diciembre	0,2	3,2	0,2	2,5	0,3	3,2	-0,4	2,1	0,5	2,6	0,9	3,3	0,5	2,6	0,9	3,3	-0,2	8,4								
	Media anual	--	2,5	--	1,6	--	3,1	--	0,9	--	1,6	--	2,2	--	2,2	--	2,2	--	9,0								
	Enero	-1,2	3,1	-1,6	2,6	0,3	3,2	-4,6	2,3	-0,2	2,7	0,4	3,5	0,4	3,5	0,4	3,5	0,6	6,6								
2013	Febrero	-0,1	2,9	0,0	2,6	0,3	3,3	-0,5	2,2	0,2	2,7	-1,1	2,3	0,2	2,7	-1,1	2,3	0,0	5,4								
	Marzo	0,5	2,8	0,6	2,8	0,2	3,4	1,1	2,2	0,5	2,9	0,1	2,4	0,5	2,9	0,1	2,4	0,0	3,2								
	Abril	0,8	2,2	0,9	2,4	0,1	2,9	2,8	2,2	-0,1	2,4	0,3	2,1	0,7	2,4	0,3	2,1	0,7	1,0								
	Mayo	0,2	2,6	0,3	2,5	0,1	2,7	0,7	2,3	0,0	2,6	0,1	2,9	0,0	2,6	0,1	2,9	0,0	2,9								
	Junio	0,1	2,9	0,1	2,6	0,1	2,9	-0,2	2,3	0,3	2,7	0,3	2,0	0,3	2,7	0,3	2,0	0,0	5,4								
	Julio	-0,7	2,4	-1,0	2,3	0,1	3,0	-3,8	1,3	0,6	2,7	0,3	2,7	0,6	2,7	0,3	2,7	0,6	2,8								
	Agosto	0,2	2,0	0,2	2,3	0,2	3,0	-0,4	1,4	0,6	2,7	0,6	2,4	0,6	2,7	0,6	2,4	0,0	-0,2								
	Septiembre	0,0	1,1	0,0	1,5	0,2	2,6	1,1	0,1	-0,7	2,0	0,5	2,5	0,0	2,0	0,5	2,5	0,0	-2,3								
	Octubre	0,9	1,1	1,0	1,1	0,4	2,6	2,9	0,0	-0,1	1,3	-0,1	2,6	0,6	2,4	0,0	2,6	0,6	0,1								
	Noviembre	0,4	1,4	0,5	1,1	0,2	2,5	1,6	0,1	-0,1	1,3	0,2	2,5	0,0	1,3	0,2	2,5	0,0	2,3								
	Diciembre	0,2	1,4	0,2	1,1	0,2	2,5	-0,4	0,1	0,5	1,3	0,8	2,5	0,0	1,3	0,8	2,5	0,0	2,5								
	Media anual	--	2,1	--	2,1	--	2,9	--	1,4	--	2,3	--	2,5	--	2,5	--	2,5	--	2,4								

Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones corresponden a un escenario central en el que tanto el precio del petróleo Brent como el tipo de cambio euro/dólar se mantienen estables 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.

IPC subyacente, de tal forma que la agregación de los dos restantes componentes, que muestran una evolución más errática, da lugar al **IPC residual**.

Para cada uno de los cinco componentes básicos se elabora un modelo ARIMA o un modelo de indicador adelantado específico con el que se realizan las predicciones. Una vez obtenida la predicción para cada uno de los cinco componentes se elaboran las predicciones para el IPC total, subyacente y residual mediante la agregación ponderada de las predicciones de sus respectivos componentes.

De este modo, el **IPC subyacente** sería la media ponderada del IPC de alimentos elaborados, de servicios y de bienes industriales no energéticos. Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente,

de alimentos no elaborados y de energía, de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE.

Bibliografía

ESPASA, A., MATEA, M. L., MANZANO, M. C. & CATASUS, V. (1987), "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología", *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, 32-51.

ESPASA A. & ALBACETE R. (2004). "Consideraciones sobre la predicción económica: metodología desarrollada en el Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico". Publicado en el libro *Estudios en Homenaje a Luis Ángel Rojo, Volumen I, Políticas, Mercados e Instituciones Económicas*, editado por José Pérez, Carlos Sebastián y Pedro Tedde. Editorial Complutense, S.A., diciembre 2004.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. RESUMEN

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 08-11-12

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	0,4	-1,2	-1,3	-1,6	III T.12	-1,7	-1,5
- Demanda nacional (3)	-1,0	-1,9	-3,6	-3,2	-3,9	II T.12	-4,4	-4,4
- Saldo exterior (3)	0,9	2,5	2,4	2,6	2,6	II T.12	2,7	2,9
1.b.- PIB (precios corrientes, miles millones euros)	1051,3	1063,4	528,9	259,2	269,7	II T.12	1065,3	1068,2
2.- IPI (filtrado calendario)	0,8	-1,4	-6,1	-2,5	-7,0	sep-12	-7,1	-2,9
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	-2,6	-1,7	-4,1	-3,6	-4,6	II T.12	-4,0	-2,7
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	20,1	21,6	24,7	24,7	25,6	III T.12	24,5	26,1
5.- IPC - Total	1,8	3,2	2,3	3,4	3,5	oct-12	2,6	2,4
5.b.- IPC - Inflación subyacente	0,6	1,7	1,3	1,4	2,1	sep-12	1,6	2,0
6.- Deflactor del PIB	0,4	1,0	0,4	0,5	0,3	II T.12	0,9	1,8
7. Coste laboral por unidad producida	-2,6	-1,4	-1,8	-1,5	-2,1	II T.12	-2,2	-1,7
8.- Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.: - millones euros, media mensual	-4033,6	-3124,8	-2017,4	499,7	1244,2	ago-12	-1683,1	914,3
- % del PIB	-4,6	-3,5	--	-5,8	-1,1	II T.12	-1,9	1,0
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	-9,3	-9,4	--	-9,4	-9,7	II T.12	-6,2	-3,0
10.- Euríbor a tres meses (%)	0,81	1,39	0,65	0,25	0,21	oct-12	0,81	1,06
11.- Tipo deuda pública 10 años (%)	4,25	5,43	5,91	5,92	5,64	oct-12	5,64	5,16
12.- Tipo de cambio: dólares por euro	1,327	1,282	1,283	1,286	1,297	oct-12	1,286	1,259
- % variación interanual	-4,8	-8,9	-8,5	-6,6	-5,3	oct-12	-7,6	-2,1
13. Financiación a empresas y familias (4)	-22,6	-23,7	-6,5	-12,2	-24,7	sep-12	--	--
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4)	1003,73	857,7	790,1	777,1	790,1	oct-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 pagina 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: 08-11-12						
	2009	2010	2011	2012 (1)	12 últimos meses	Ultimo mes o trimestre
A. CONVERGENCIA NOMINAL						
1. Inflación España	-0,2	2,0	3,1	2,5	2,4	3,5 oct
(IPCA, % var. anual) UEM	0,3	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5 oct
UE-27	1,0	2,1	3,1	2,7	2,8	2,7 sep
3 mejores UE	-0,9	-0,7	-0,7	--	1,4	1,1 sep
2. CLU, total economía España	1,5	-2,0	-1,4	-2,7	-2,0	-2,1 II T
(% var. anual) UEM	4,3	-0,7	0,9	1,4	1,4	1,5 II T
UE-27	4,4	-0,4	0,9	1,9	1,8	2,3 II T
3. Déficit público España	-11,2	-9,7	-9,4	-8,0	-9,7	-- II T
(% PIB) UEM	-6,3	-6,2	-4,1	-3,3	-3,9	-- II T
UE-27	-6,9	-6,5	-4,4	-3,6	-4,1	-- II T
4. Deuda pública España	53,9	61,5	69,3	86,1	76,0	-- II T
(% PIB) UEM	80,0	85,6	88,1	92,9	90,0	-- II T
UE-27	74,6	80,2	83,0	86,8	84,9	-- II T
5. Tipos deuda 10 años España	4,0	4,3	5,4	--	5,9	5,6 oct
(%) UEM	4,0	3,8	4,3	--	3,8	2,3 oct
UE-15	3,8	3,5	4,0	--	3,7	3,2 sep
B. CONVERGENCIA REAL						
6. Crecimiento del PIB España	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-0,9	-1,6 III T
(% var. anual) UEM	-4,1	2,1	1,4	-0,4	0,4	-0,4 II T
UE-27	-4,3	2,1	1,5	-0,3	0,5	-0,3 II T
7. PIB per cápita España	103,0	99,6	98,0	--	--	-- -
(PPA, UE-27=100) UEM	108,5	108,2	107,9	--	--	-- -
8. Crecimiento del empleo España	-6,5	-2,5	-1,5	-1,5	-3,2	-4,6 II T
(% var. anual) UEM	-1,8	-0,5	0,3	0,3	-0,6	-0,6 II T
UE-27	-1,8	-0,5	0,3	0,3	-0,1	-0,2 II T
9. Tasa de paro España	18,0	20,1	21,7	25,1	23,9	25,8 sep
(% poblac. activa) UEM	9,6	10,1	10,1	11,3	11,0	11,6 sep
UE-27	9,2	9,6	9,7	10,7	10,2	10,6 sep
10. Tasa de ocupación España	59,8	58,6	57,7	--	56,5	55,7 II T
(% poblac. 15-64 años) UEM	64,5	64,1	64,3	--	64,1	64,0 II T
UE-27	64,5	64,1	64,3	--	64,2	64,3 II T
(1) Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2012).						
Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, BCE, OCDE, BE e INE.						

Criterios de convergencia del Tratado de Maastricht:

Inflación: La media de los doce últimos meses no debe superar en 1,5 puntos la de los tres países con menor inflación.

Déficit público: No superar el 3% del PIB.

Deuda pública: No superar el 60% del PIB.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.es>

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (I)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 08-11-12

	1.- PIB (c.v.e. y calendario laboral)							2.- Demanda interna (c.v.e., aportac. al crec. PIB)						
	Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)		Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)	
Alemania	1,9	3,0	1,1	1,2	1,0	II T.12	0,8	1,7	2,6	0,3	0,9	-0,3	II T.12	0,1
Francia	1,8	1,7	0,3	0,4	0,3	II T.12	0,2	1,9	1,7	-0,7	-1,1	-0,3	II T.12	-0,3
Italia	1,5	0,4	-2,1	-1,5	-2,6	II T.12	-2,3	1,5	-1,0	-5,0	-4,6	-5,3	II T.12	-4,7
Reino Unido	2,4	0,9	-0,2	-0,5	0,0	III T.12	-0,3	2,6	-0,4	0,5	0,6	0,4	II T.12	0,4
España	2,7	0,4	-1,2	-1,3	-1,6	III T.12	-1,4	2,9	-1,9	-3,6	-3,2	-3,9	II T.12	-4,0
UEM	2,1	1,4	-0,2	0,0	-0,4	II T.12	-0,4	2,0	0,5	-1,8	-1,6	-2,1	II T.12	-1,3
UE-27	2,1	1,5	-0,1	0,1	-0,3	II T.12	-0,3	2,1	0,6	-1,2	-1,0	-1,5	II T.12	-1,3
EE.UU.	2,9	1,8	2,3	2,1	2,3	III T.12	2,1	3,0	1,7	2,4	2,2	2,4	III T.12	2,0
Japón	2,0	-0,8	3,0	2,8	3,3	II T.12	2,0	1,8	0,1	3,3	3,5	3,1	II T.12	2,6
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo. (2) Previsiones Comisión Europea (CE), otoño 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	-0,2	-1,5	-1,6	ago-12	1,9	2,5	2,2	2,1	2,1	oct-12	2,1
Francia	0,8	4,8	1,9	-2,0	-3,3	0,3	ago-12	2,7	2,3	2,4	3,4	2,8	oct-12	2,3
Italia	0,9	6,7	0,1	-6,8	-7,2	-5,2	ago-12	4,3	2,9	3,5	3,3	3,4	sep-12	3,3
Reino Unido	0,7	2,1	-0,5	-2,2	-0,5	-0,6	ago-12	3,3	4,5	2,9	2,5	2,2	sep-12	2,7
España	1,0	0,8	-1,4	-6,0	-2,5	-7,0	sep-12	4,7	3,1	2,3	3,5	3,5	oct-12	2,5
UEM	1,5	7,3	3,5	-2,2	-2,8	-2,8	ago-12	2,9	2,7	2,6	2,6	2,5	oct-12	2,5
UE-27	1,5	6,8	3,3	-1,8	-1,8	-1,8	ago-12	3,7	3,1	2,7	2,7	2,7	sep-12	2,7
EE.UU.	2,4	5,4	4,1	4,1	2,6	2,8	sep-12	3,0	3,2	2,1	1,7	2,0	sep-12	2,1
Japón	1,4	16,6	-2,3	1,0	-4,7	-6,8	sep-12	0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,3	sep-12	-0,2
Notas y Fuentes:	(1) Media del periodo disponible. Fuente: Eurostat.							(1) Media del periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 2012. Eurostat (IAPC) y MEH.						

	5.- Empleo (Cont. Nac.)							6.- Tasa de paro (% poblac. activa)						
	Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)		Media 1983-2011	2011	2012 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2012 (2)	
Alemania	0,7	1,4	1,1	1,1	0,9	III T.12	1,1	7,9	5,9	5,5	5,4	5,4	sep-12	5,5
Francia	0,6	0,5	0,0	0,2	-0,2	II T.12	-0,1	9,3	9,6	10,3	10,7	10,8	sep-12	10,2
Italia	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	III T.12	-0,3	8,9	8,4	10,5	10,6	10,8	sep-12	10,6
Reino Unido	0,7	0,4	0,5	0,2	0,9	II T.12	0,5	7,6	8,0	8,0	7,9	7,9	jul-12	7,9
España	1,4	-1,7	-4,1	-3,6	-4,6	II T.12	-4,4	15,3	21,7	24,6	25,5	25,8	sep-12	25,1
UEM	0,7	0,3	-0,6	-0,5	-0,6	II T.12	-0,7	9,2	10,1	11,2	11,5	11,6	sep-12	10,1
UE-27	0,6	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	II T.12	-0,3	8,7	9,7	10,4	10,6	10,6	sep-12	9,7
EE.UU.	1,2	0,6	1,8	1,1	1,8	I T.12	1,7	6,2	8,9	8,2	7,8	7,9	oct-12	8,2
Japón	0,3	1,7	0,4	0,4	0,6	III T.12	-0,2	3,6	5,1	4,4	4,2	4,2	sep-12	4,5
Notas y Fuentes:	(1) Media periodo. (2) Prev. CE, otoño 2012. Comisión Europea e Institutos de Estadística de los países.							(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, otoño 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 período del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 08-11-12

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media			Prev.	Media			Prev.	Media			Prev.
	1983-2011	2010	2011	2012 (1)	1983-2011	2010	2011	2012 (1)	1983-2011	2010	2011	2012 (1)
Alemania	-2,4	-4,1	-0,8	-0,2	56,0	82,5	80,5	81,7	2,3	6,1	5,6	5,7
Francia	-3,5	-7,1	-5,2	-4,5	53,6	82,3	86,0	90,0	-0,4	-2,0	-2,6	-2,2
Italia	-6,7	-4,5	-3,9	-2,9	104,8	119,2	120,7	126,5	-0,5	-3,5	-3,3	-1,2
Reino Unido	-3,4	-10,2	-7,8	-6,2	47,4	79,4	85,0	88,7	-1,8	-2,5	-1,9	-3,8
España	-3,8	-9,7	-9,4	-8,0	50,8	61,5	69,3	86,1	-3,2	-4,4	-3,7	-2,4
UEM	-3,7	-6,2	-4,1	-3,3	66,4	85,6	88,1	92,9	0,2	0,3	0,3	1,1
UE-27	-3,5	-6,5	-4,4	-3,6	62,0	80,2	83,0	86,8	0,1	0,2	0,3	0,6
EE.UU.	-4,1	-11,3	-10,1	-8,5	68,2	99,2	103,5	109,6	-3,2	-3,3	-3,3	-3,1
Japón	-3,9	-8,4	-7,8	-7,8	126,4	215,3	233,2	240,6	2,8	3,6	2,0	0,9
Notas y Fuentes:	(1) Previsiones Comisión Europea, otoño 2012. Eurostat, Comisión Europea y FMI.											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media	Media	Media	Ago	Sep	Oct	Media	Media	Media	Ago	Sep	Oct
	1983-2011	2010	2011	2012	2012	2012	1983-2011	2010	2011	2012	2012	2012
Alemania	4,41	0,67	1,29	0,18	0,09	0,07	5,60	2,78	2,66	1,42	1,54	1,49
Francia	5,95	0,81	1,39	--	--	--	6,64	3,12	3,32	2,11	2,24	2,19
Italia	7,31	0,81	1,39	--	--	--	8,55	4,03	5,38	5,82	5,23	4,97
Reino Unido	7,06	0,57	0,81	0,62	0,56	0,45	7,13	3,56	3,04	1,57	1,78	1,81
España	7,80	0,86	1,34	--	--	--	8,40	4,25	5,44	6,58	5,92	5,64
UEM	6,11	0,81	1,39	0,33	0,25	0,21	7,05	3,79	4,31	3,01	2,43	2,31
UE-15	6,27	0,78	1,32	0,40	0,32	--	7,06	3,52	4,02	3,37	3,23	--
EE.UU.	5,02	0,40	0,32	0,35	0,32	0,27	6,42	3,23	2,80	1,67	1,71	1,72
Japón	2,37	0,11	0,12	0,05	0,06	0,07	3,36	1,18	1,12	0,81	0,80	0,77
Notas y Fuentes:	(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.						(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.					

12.- Bolsas de valores					13.- Tipos de cambio					
	Fin de periodo			% var.		Media de datos diarios				% var.
	2011	Sep	Oct	anual últ. dato		1983-2011	2011	Sep	Oct	anual últ. dato
		2012	2012					2012		
NYSE (Dow Jones)	12217,6	13437,13	13096,46	9,5	\$ por 1 euro	1,156	1,392	1,286	1,297	-5,3
Tokio (Nikkei)	8455,4	8870,16	8928,29	-0,7	¥ por 1 euro	144,6	111,0	100,5	102,5	-2,5
Londres (FT-SE 100)	5572,3	5742,07	5782,70	4,3	£ por 1 dólar	129,9	79,8	78,2	79,0	3,0
Frankfort (Dax-Xetra)	5898,4	7216,15	7260,63	18,2	Tipo efec. euro (1)	65,7	104,4	97,2	97,8	-5,1
París (CAC 40)	3159,8	3354,82	3429,27	5,7	Tipo efec. \$ (1)	44,4	74,5	76,4	75,9	1,6
Madrid (Ibex 35)	8563,3	7708,50	7842,90	-12,4	Tipo efec. ¥ (1)	50,4	128,6	135,0	132,2	-1,1
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	Sep 2012	Oct 2012	% var. anual últ.dato	Media 1995-2011	Media 2011	Sep 2012	Oct 2012	% var. anual últ.dato
Índice "The Economist" (2005=100):										
- Total	113,4	209,8	196,5	189,6	1,8	114,4	187,3	190,0	181,6	7,5
- Alimentos	121,5	231,3	233,4	222,2	8,3	123,0	196,9	225,8	212,9	14,4
- Prod. industriales	104,6	198,8	158,3	155,8	-6,5	105,1	177,3	153,0	149,2	-1,3
Petróleo Brent (\$ o euros/barril)	45,5	111,3	113,0	111,9	2,2	36,1	80,0	87,9	86,2	8,0
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 132. La empresa en España
 N.º 133. Crisis y reformas de la economía española

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 104. Los tipos de cambio tras la gran recesión
 N.º 105. La crisis de la deuda soberana

PANORAMA SOCIAL

- N.º 14. El ocio de los españoles
 N.º 15. Generaciones y relaciones intergeneracionales

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 228. Modelos de crecimiento. Una diversidad polémica
 N.º 229. Incertidumbre y débil pulso económico

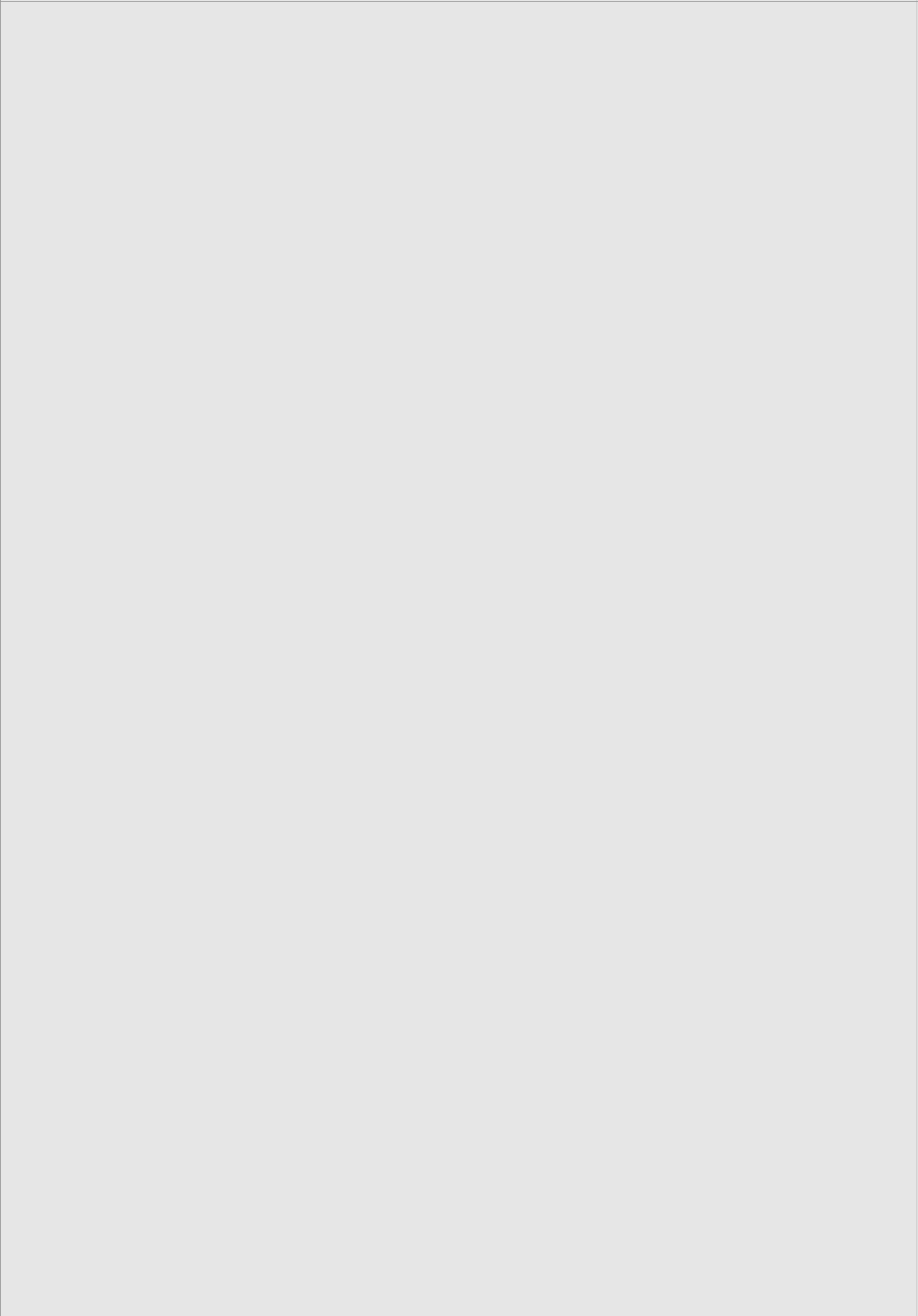
PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

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
Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.					

AÑO 2012

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Compras/>
 E-MAIL: suscrip@funcas.es



Enhorabuena por hacernos ganar a todos.

Telefónica Ability Awards 2012

Desde Telefónica queremos felicitar a los ganadores y dar las gracias a las 232 grandes, medianas y pequeñas entidades participantes, 50 finalistas y a los miembros del patronato por hacer que esta 2ª Edición fuera un nuevo éxito.

Porque contar con todos, siempre suma.

Mejor gran empresa privada: Grupo
Línea Directa

Mejor Pyme: Pelayo Servicios
Auxiliares de Seguros

Mejor Organización Pública:
Universidad de Valencia

**Compromiso de la Alta Dirección y
Liderazgo de los Empleados:** Indra

Reclutamiento y Selección:
Alcampo

Accesibilidad:
Ayuntamiento de Málaga

Orientación a Clientes:
Agencia Pública y Empresarial Radio
y Televisión de Andalucía

**Desarrollo Profesional
y Formación:** Capgemini España

Prevención y Retención: Accenture

Telefónica ability awards
crecemos con la inclusión



Telefónica

Una iniciativa de Telefónica y Kanchi.
El proceso contó con la evaluación y verificación independiente de PwC España.

El Patronato de los Telefónica Ability Awards está formado por:





[Tú] eres la Estrella

***Seguimos creyendo que
estar a tu lado nos llevará
siempre muy lejos***

***CaixaBank,
Premio a la Excelencia,
como Mejor Banco de España***

La prestigiosa revista *Euromoney* nos ha distinguido con el Premio a la Excelencia como Mejor Banco de España. Un reconocimiento que nos anima a seguir fieles a nuestra forma de hacer las cosas. Ayer, hoy y siempre. Nuestros valores no cambian.



Best Bank in Spain