

**ALGUNAS REFLEXIONES  
SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
TRAS CINCO AÑOS DE CRISIS**

**2013**

Eloísa Ortega y Juan Peñalosa

**Documentos Ocasionales  
N.º 1304**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema



**ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS CINCO  
AÑOS DE CRISIS**

# **ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS CINCO AÑOS DE CRISIS**

Eloísa Ortega y Juan Peñalosa (\*)

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Nos gustaría reconocer la valiosa colaboración técnica prestada en este trabajo por José Luis Fernández.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2013

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

En este trabajo se trata de recapitular algunos rasgos de la situación de la economía española tras cinco años de crisis, ejercicio que se beneficia de poder analizar este período con cierta perspectiva. La crisis ha supuesto un sustancial reajuste de las grandes cifras macroeconómicas españolas, tanto en términos del nivel y la composición del PIB y del empleo como en términos de la posición financiera de los sectores institucionales. Durante este período se han corregido algunos de los desequilibrios que se acumularon durante la etapa expansiva, y diversas variables clave se sitúan en la actualidad en unas cotas similares a las europeas. Con todo, el legado de la crisis en términos de la magnitud del desempleo o de los todavía elevados niveles de endeudamiento configura un panorama complejo y apunta a una recuperación gradual de la actividad, que no está exenta de incertidumbres. Estas afectan, principalmente, al recorrido pendiente de los mecanismos de ajuste de la economía, en particular el que transcurre a través del canal de la competitividad y el que lo hace mediante el ajuste de la situación patrimonial del sector privado. A pesar de la profundidad de la crisis, el recuento de los avances de las reformas adoptadas en diversos frentes ofrece un balance significativo. Desde la perspectiva que suministra el análisis realizado en este trabajo, las políticas de oferta deben desempeñar un papel fundamental en la fase cíclica actual, con el fin de consolidar la recuperación.

**Palabras clave:** economía española, crisis económica, ajuste, reequilibrio, devaluación interna, competitividad, posición patrimonial, endeudamiento, reformas.

**Códigos JEL:** E60, E65, F32, G01, H12.

## **Abstract**

This paper briefly describes some features of the situation of the Spanish economy after five years of crisis, a task which is easier now that this period can be analysed from a certain perspective. The crisis prompted a substantial readjustment of the main Spanish macroeconomic aggregates, affecting the level and composition of GDP, employment and the balance sheet position of the institutional sectors. During this period some of the imbalances that built up during the upturn have been corrected and several key variables are currently at around the average European levels. All told, the legacy of the crisis, in terms of the magnitude of unemployment and of the still high levels of indebtedness, makes for a complex outlook and suggests that the recovery will be gradual and not free of uncertainty. This uncertainty mainly affects the functioning of the economy's adjustment mechanisms, particularly those working through the channels of competitiveness and of private sector balance sheets. Despite the depth of the crisis in Spain, the progress made in the reforms on various fronts is, on balance, significant. From the perspective provided by the analysis of the crisis in this paper, supply-side policies will have to play a major role in the current phase of the cycle to enable the recovery to proceed firmly.

**Keywords:** Spanish economy, economic crisis, adjustment, rebalancing, internal devaluation, competitiveness, balance sheet position, indebtedness, reforms.

**JEL classification:** E60, E65, F32, G01, H12.

## ÍNDICE

<b>Resumen</b>	5
<b>Abstract</b>	6
<b>1 Introducción</b>	8
<b>2 Hechos estilizados del desarrollo de la crisis económica española</b>	11
<b>3 Algunos rasgos del reajuste de la economía española entre 2008 y 2013</b>	18
3.1 Los cambios en la composición del PIB	18
3.2 La corrección del desequilibrio exterior y el ajuste a través del canal de la competitividad	21
3.3 Los cambios en la situación patrimonial del sector privado	25
3.4 Los cambios en la población activa, la población ocupada y la población desempleada	28
3.5 La estructura de los ingresos y gastos públicos	30
3.6 Los cambios en el nivel relativo de bienestar económico	32
<b>4 La política económica durante la crisis</b>	35
<b>5 Conclusiones y retos</b>	38
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	40
<b>ANEJO</b>	42

## 1 Introducción

En el primer semestre de 2013 se cumplió el quinto año de crisis económica en España, en un contexto marcado por la dificultad que han mostrado los países desarrollados en superar el legado de la gran recesión y por las vicisitudes que ha atravesado la UEM, en parte ligadas a las deficiencias de su entramado institucional que se han revelado en este período.

La crisis a escala mundial empezó a manifestarse a partir de 2007, sobre todo, en Estados Unidos y en otros países directamente afectados por la crisis de las hipotecas *subprime*. En ese momento, la economía española acumulaba un período de 14 años de continuo crecimiento, que había permitido reducir la tasa de paro hasta el 8 % y situado el saldo presupuestario en superávit. Sin embargo, ese prolongado período de expansión se había basado de forma exagerada en el incremento del endeudamiento privado —que, en gran medida, se financió con fondos procedentes del exterior— y en una concentración de recursos tanto financieros como reales en el sector de la construcción, y había dado lugar a un significativo déficit exterior y a una elevada deuda frente al resto del mundo, que eran también señales de la progresiva pérdida de competitividad de la producción española. Además, el continuado recurso al endeudamiento encubrió en la fase de auge la falta de adecuación de la estructura de los mercados y de las instituciones españolas a las exigencias de la UEM. La gradual corrección de esos desequilibrios ha marcado el desarrollo de la crisis en España y condicionará, junto con el alcance y la profundidad del programa de reformas en marcha, la intensidad y el ritmo temporal con los que se pueda recuperar la dinámica de crecimiento.

Si se atiende exclusivamente a la evolución de la actividad económica, la primera caída del nivel del PIB en España se registró en el segundo trimestre de 2008 y la última ha tenido lugar en el segundo trimestre de 2013. La información más reciente sugiere que la actividad se ha estabilizado en la segunda mitad del año, si bien la base para una recuperación sostenida continúa siendo todavía endeble y permanece rodeada de un elevado grado de incertidumbre. En este período de 21 trimestres, la crisis española ha atravesado diversas fases de diversa intensidad y naturaleza.

La crisis financiera mundial alcanzó a la economía española cuando ya se percibían síntomas de agotamiento del patrón de crecimiento que había venido siguiendo desde hacía más de una década. El brusco endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la percepción de los riesgos desencadenaron una severa crisis inmobiliaria, en la que unos agentes económicos sobreendeudados tuvieron que enfrentarse a un cambio drástico de expectativas y a caídas pronunciadas del valor de su riqueza. El parón de la actividad inmobiliaria y el descenso del empleo en el sector de la construcción y en las ramas industriales suministradoras de materiales se vieron acompañados por un retraimiento más generalizado de la demanda interna, que la economía española carecía de resortes para compensar mediante un aumento de la demanda exterior, dados los problemas de competitividad que se habían ido acumulando.



Los extraordinarios estímulos fiscales y monetarios que se pusieron en marcha en muchos países industrializados tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 contribuyeron a detener la espiral depresiva global, si bien, en el caso europeo, la dinámica expansiva de la deuda pública en algunos países abrió un foco de incertidumbre sobre la capacidad de ajuste de algunas economías en la Unión Monetaria y sobre las deficiencias del entramado institucional de la UEM para hacer frente a episodios de inestabilidad de esa naturaleza e intensidad. Estas deficiencias —que se vieron especialmente reflejadas en una evolución dramática de la crisis griega— lastraron la recuperación de la actividad, pues colocaron la sostenibilidad de las finanzas públicas en el punto de mira de los inversores internacionales, penalizando a los países que se percibían como más frágiles, lo que exigió implementar medidas de ajuste fiscal cuando el ciclo seguía siendo muy débil. Pese a que España partía de ratios de deuda pública sobre el PIB inferiores a los de la UEM, el intenso crecimiento del déficit público a partir de 2008 y la dinámica que imprimió en la deuda colocaron a nuestro país en ese grupo de economías vulnerables.

La superposición de la crisis macroeconómica con la de la deuda soberana dio lugar a un círculo vicioso de endurecimiento de las condiciones financieras y de deterioro de la confianza, que agravó la situación de la demanda y del empleo y provocó un debilitamiento adicional de los balances bancarios, que afectó con desigual intensidad a las entidades de crédito. Esta fase de la crisis alcanzó particular gravedad en 2012, cuando la aparición del riesgo de redenominación dentro del área del euro exacerbó las tensiones sobre la deuda pública española y aceleró los movimientos de salidas netas de fondos hacia el exterior, lo que provocó una crisis de financiación de la balanza de pagos. Para hacer frente a la desconfianza que suscitaba la economía española y romper el círculo vicioso que realimentaba la percepción de los riesgos bancario y soberano fue necesario recurrir a un programa de ayuda financiera de la UE para la recapitalización del segmento de las entidades de crédito que presentaban mayor debilidad.

Ese apoyo financiero europeo, la aceleración de los ajustes y reformas en la economía española y el compromiso del BCE de hacer frente a los riesgos de ruptura del euro mediante el programa de Operaciones Monetarias de Compra-venta contribuyeron a que la situación se estabilizara a partir del verano de 2012. Un año más tarde, el PIB en España ha dejado de caer, tras un período de año y medio de descensos continuados, y se han vuelto a registrar entradas netas de financiación exterior.

A lo largo de estos cinco años, las acciones de política económica han sido muy numerosas y de gran alcance. A escala nacional se han tomado medidas en los ámbitos financiero, fiscal y estructural<sup>1</sup>. En el terreno de la política monetaria, el BCE ha ido adaptando la orientación de la política monetaria a los retos excepcionales que se han ido planteando a lo largo de estos años, con un uso intensivo de sus herramientas no convencionales<sup>2</sup>. Por último, la crisis de la zona del euro ha requerido una revisión en profundidad del marco institucional y de la gobernanza de la UEM, que ha afectado a numerosos aspectos del funcionamiento de esta zona. En particular, cabe

<sup>1</sup> Véanse, entre otros, los cuadros 2 y 3 del anejo de este documento y el recuadro 1.3 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.

<sup>2</sup> Véase Malo de Molina (2013).

destacar, por su gran calado, la decisión de poner en marcha una unión bancaria, que debería contribuir a restablecer la confianza en la solidez del sistema bancario y a eliminar la fragmentación de los mercados financieros<sup>3</sup>.

Entre las numerosas vertientes de análisis y reflexión que ofrece un período tan convulso, muchas de las cuales se han ido abordando en distintos trabajos<sup>4</sup>, en este artículo se trata de recapitular algunos rasgos de la situación de la economía española tras cinco años de crisis, ejercicio que, obviamente, se beneficia de poder analizar este período con cierta perspectiva, imposible de adoptar en los últimos años, dadas la acumulación de implicaciones y efectos arrastre que esta crisis ha producido y la imprevisibilidad de muchos de esos desarrollos.

El documento se estructura en cuatro apartados, además de esta introducción. En el epígrafe siguiente se describen algunos hechos estilizados del desarrollo de la crisis. En el apartado tercero se analizan, sin ánimo de exhaustividad, el ajuste del sector de la construcción, la posición patrimonial del sector privado, el desequilibrio exterior, el mercado laboral, las finanzas públicas y, por último, el nivel relativo de bienestar económico. En el cuarto apartado se aborda la gestión de la política económica durante este largo período desde el punto de vista de su contribución a la corrección de los desequilibrios, y, finalmente, se incluyen unas conclusiones que hacen énfasis en los retos pendientes.

---

3 Véanse De Grauwe (2011), Malo de Molina (2011), Pisany-Ferry (2012), Banco de España (2013), Fernández de Lis (2013) y Gual (2013).

4 Véanse, por ejemplo, informes anuales del Banco de España (2009-2012), FEDEA (2010), Blanchard *et al.* (2012), Ortega y Peñalosa (2012) y Viñals (2013).

## 2 Hechos estilizados del desarrollo de la crisis económica española

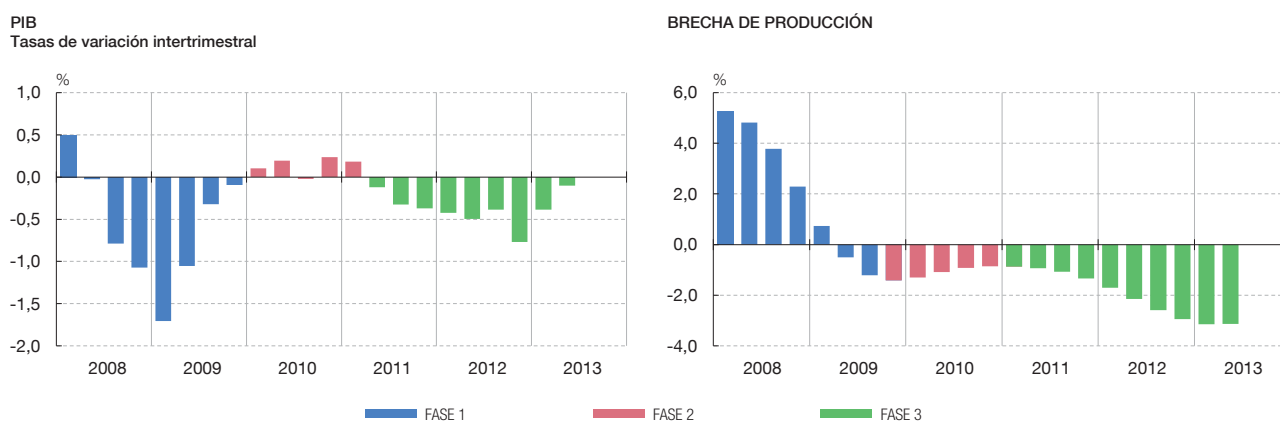
La crisis económica en España ha mostrado una severidad considerable, solo superada en la zona del euro por los países sujetos a programas de asistencia internacional (como Grecia, Irlanda y Portugal). Así, en este período de cinco años el nivel del PIB español ha descendido 7,5 puntos porcentuales (pp), aunque quizá la medida más representativa de la gravedad de esta crisis la ofrecen las estadísticas laborales: el empleo ha disminuido un 19 % desde 2008 y la tasa de paro se ha triplicado y se sitúa actualmente en el 26 % de la población activa.

A lo largo de este período, es posible distinguir distintas fases en el ritmo de ajuste de la actividad y en la contribución de sus factores determinantes. Una primera aproximación a la caracterización de las sucesivas fases por las que ha transcurrido la economía española a lo largo de estos cinco años podría hacerse a partir de un análisis de la evolución de la brecha de producción respecto al PIB potencial. Como se observa en el gráfico 1, a partir de 2009 la brecha de producción ha mostrado signo negativo, alcanzando, en términos absolutos, un valor que se ha ido ampliando de forma prácticamente ininterrumpida, hasta situarse en 2013 en torno a 3 pp. Solo en 2010, coincidiendo con la leve recuperación de la actividad en ese año, se produjo una pequeña inflexión en este proceso. No obstante, es preciso subrayar que este enfoque no está exento de problemas, dada la incertidumbre que rodea la estimación del producto potencial en el contexto de la prolongada crisis económica<sup>5</sup>.

Alternativamente, es posible delimitar las etapas de la crisis atendiendo a la definición estándar de un período recesivo de acuerdo con el signo de las tasas de variación del PIB. De

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA DURANTE LA CRISIS

GRÁFICO 1



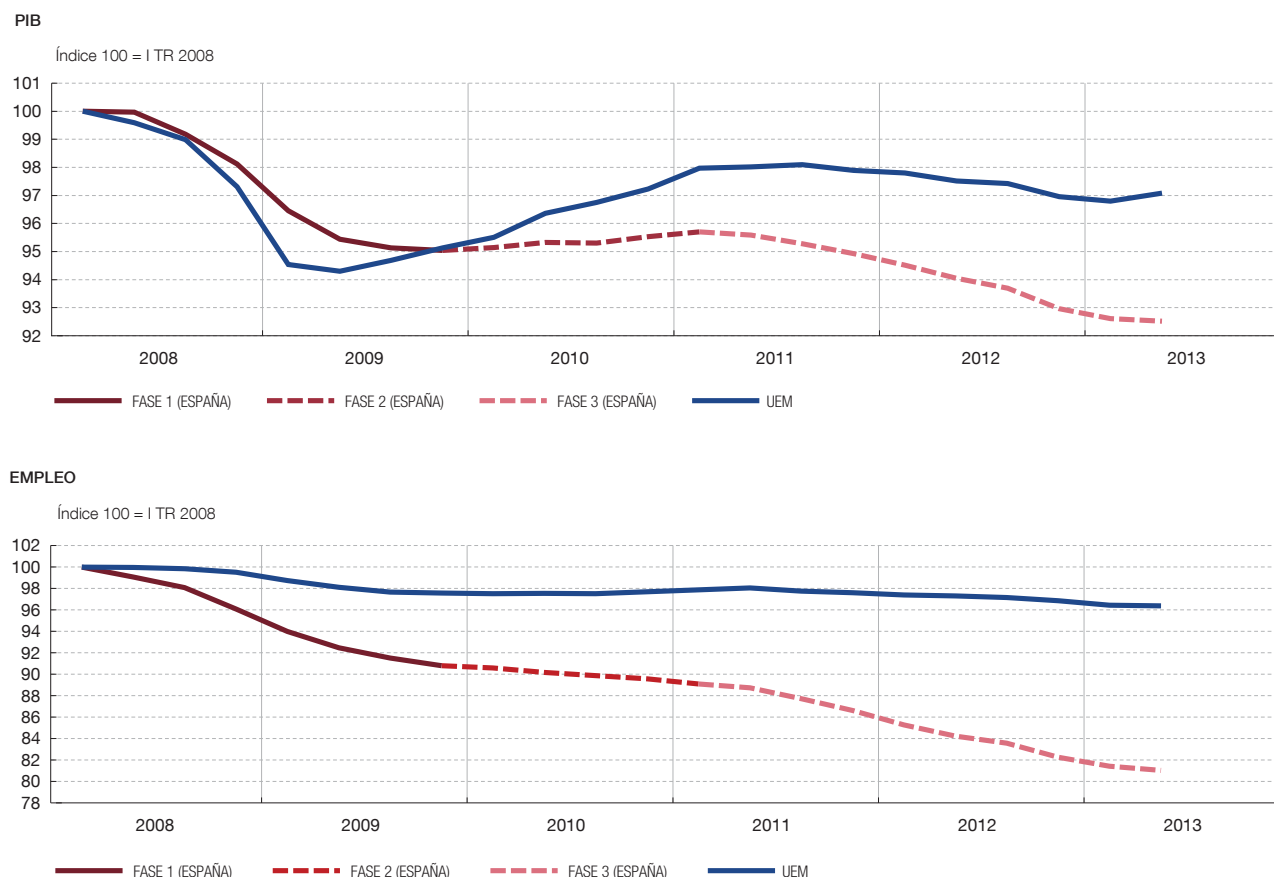
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

5 De hecho, el crecimiento estimado del producto potencial ha experimentado una profunda revisión a la baja en España, desde niveles superiores al 3 % en los años previos al inicio de la crisis hasta un crecimiento próximo a cero durante los años de crisis. En Hernández de Cos, Izquierdo y Urtaun (2011) puede encontrarse una estimación del crecimiento potencial de la economía española, y en Comisión Europea (2013), una discusión sobre los efectos de la crisis sobre el producto potencial.

esta forma, este largo período podría dividirse en tres fases<sup>6</sup>: en la primera etapa, que abarcaría desde el segundo trimestre de 2008 hasta finales de 2009, la actividad cayó con gran intensidad (el nivel del PIB se redujo 5 pp). El segundo período transcurre desde comienzos de 2010 hasta el primer trimestre de 2011 y muestra un cierto estancamiento de la actividad, pues el nivel del PIB apenas se incrementó en 1 pp. Con la perspectiva que ofrece contemplar ahora el período en su conjunto, esta fase representó solo una pausa antes de la recesión posterior. En efecto, el tercer período sería el de la recaída y, con la información disponible en la actualidad, abarcaría desde el segundo trimestre de 2011 hasta el segundo de 2013 (véase cuadro 1 del anejo), en el que el PIB volvió a descender con intensidad (más de 3 pp en términos acumulados). Esta periodificación se asemeja bastante a la que se desprende del comportamiento que presenta la brecha de producción en estos años. Estas fases también se han observado en el caso de la UEM, con una pauta temporal muy similar, si bien la recuperación en la zona del euro en la fase intermedia fue apreciable, a diferencia de lo observado en España, y el descenso de la actividad en la etapa final ha sido más suave en Europa que en nuestro país (véase gráfico 2). En el caso del empleo, las diferencias entre la evolución de España y la de la UEM son mucho más significativas.

## PIB Y EMPLEO DE ESPAÑA Y DE LA UEM DURANTE LA CRISIS

GRÁFICO 2



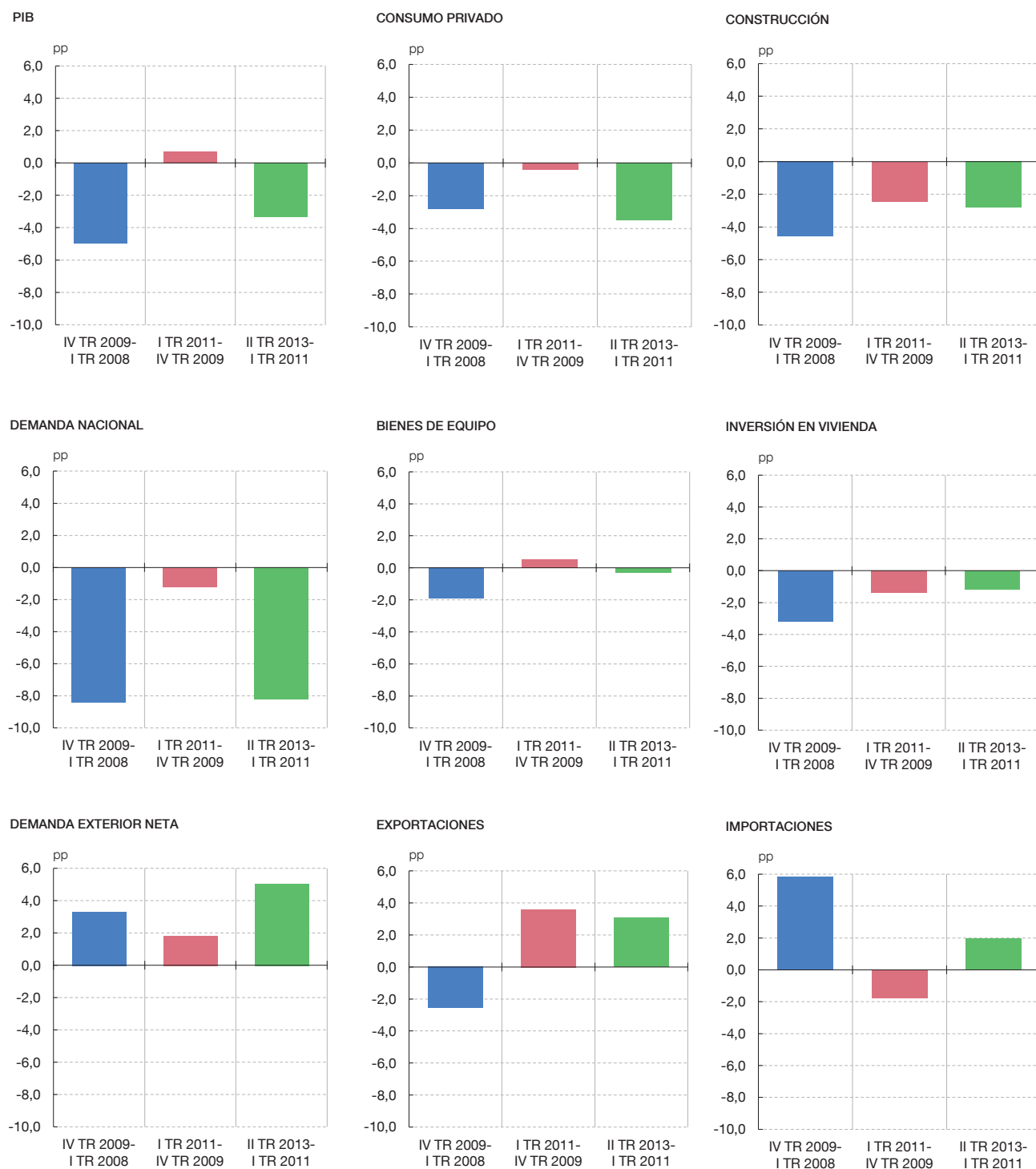
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

<sup>6</sup> Las sucesivas revisiones de las series de la Contabilidad Nacional han modificado el momento de inicio de las distintas fases recesivas, así como su amplitud. Atendiendo al fechado original, el inicio de la primera recesión habría tenido lugar en el tercer trimestre de 2008, y el de la segunda, en el cuarto trimestre de 2011. Con las últimas estimaciones disponibles, esos momentos se han anticipado en uno y dos trimestres, respectivamente.

En estos tres períodos hay rasgos que se han mantenido, como pueden ser la tónica persistente de caída de la demanda nacional, la contribución positiva del sector exterior, el continuado proceso de destrucción de empleo o la evolución descendente de los precios de la vivienda, pero otros han marcado las diferencias en la trayectoria de cada etapa (véase gráfico 3).

#### APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA

GRÁFICO 3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Este es el caso del diferente soporte que han ido prestando el sector público o las condiciones financieras a la actividad, o las modificaciones que ha ido registrando la sensibilidad de precios y salarios a la desfavorable situación cíclica. Las pautas en el ajuste patrimonial de empresas y familias y su patrón de desendeudamiento han ido cambiando también a lo largo de estos años.

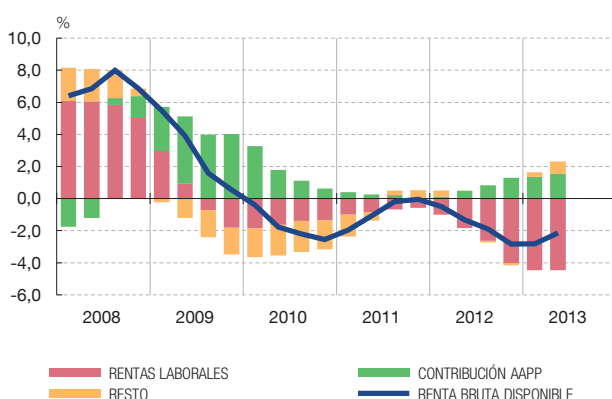
El primer período fue el que registró el descenso de la actividad más intenso, y también del empleo (9%). En este período la política presupuestaria adoptó un tono abiertamente contracíclico, con notables incrementos del consumo y de la inversión públicos, descensos de impuestos y aumento de las transferencias al sector privado, lo que sostuvo transitoriamente la renta disponible de las familias. El empleo en los servicios de no mercado aumentó (3%), en contraste con el retroceso de la ocupación en la economía de mercado, como consecuencia de la inercia de los mecanismos de contratación de trabajadores por parte de las AAPP. Esta orientación de la política fiscal, unida a la brusca caída de los voluminosos ingresos tributarios vinculados al sector inmobiliario y, más en general, al significativo impacto cíclico de la recesión, hizo que el déficit público aumentara de forma inusitada: en 11 pp del PIB en menos de dos años.

Pese al carácter expansivo de la política presupuestaria, el notable incremento de la incertidumbre que se produjo ante el rápido deterioro del mercado laboral y de las condiciones financieras retrajo sustancialmente el gasto de los agentes —tanto la inversión empresarial como el consumo privado—, con lo que la tasa de ahorro de los hogares repuntó vertiginosamente hasta un máximo histórico (véase gráfico 4). Esta evolución, junto con la caída de la inversión en vivienda, determinó que los hogares volvieran a presentar capacidad de financiación en 2009<sup>7</sup>, tras haber acumulado un exceso de inversión sobre su ahorro durante un período muy prolongado. También la situación patrimonial de las empresas cambió radicalmente, pues su tradicional necesidad de financiación se recortó de forma muy pronunciada. Si se analiza el sector privado no financiero en su conjunto, el vuelco de sus necesidades de financiación

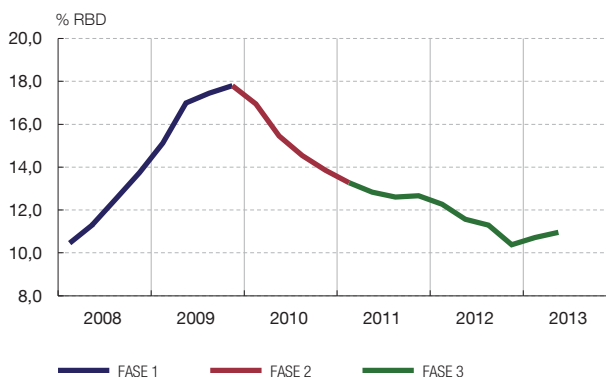
## RENTA DISPONIBLE Y TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS

GRÁFICO 4

RENTA BRUTA DISPONIBLE  
Aportaciones a la tasa de variación



TASA DE AHORRO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

<sup>7</sup> Dado que estas magnitudes suelen analizarse en base anual, las cifras que aquí se comentan son los acumulados de cuatro trimestres hasta el comienzo y el final de cada etapa en que se ha dividido el período de crisis.

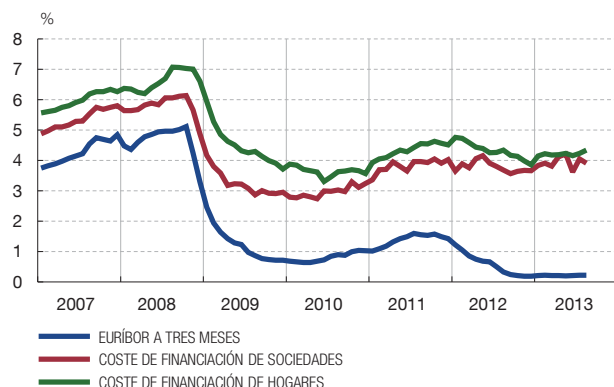
alcanzó una gran magnitud, pues estas se recortaron en 17 pp del PIB en un período de un año y medio. La fuerte disminución del gasto privado ayudó a revertir la tendencia ascendente de la necesidad de financiación de la nación, que se redujo en casi 6 pp del PIB entre el segundo trimestre de 2008 y el cuarto de 2009, en términos acumulados de cuatro trimestres (hasta el 4,4 % del PIB en 2009).

Durante la segunda fase de la crisis se dieron los primeros pasos para encauzar la trayectoria del endeudamiento público, en un contexto en el que la crisis griega que emergió a finales de 2009 supuso un cambio en la percepción por parte de los mercados financieros de la vulnerabilidad de algunos países de la zona del euro (la mayoría, en la periferia de la UEM) (véase gráfico 5). En esta etapa, el déficit público español se recortó en 2 pp del PIB, magnitud superior en términos del esfuerzo estructural implícito. Para ello, se revirtieron algunas de las medidas fiscales expansivas de la fase anterior y se introdujo una significativa reducción en las remuneraciones públicas (véase cuadro 2 del anejo). Los salarios en el sector privado no reaccionaron en igual medida y prosiguió el proceso de destrucción de empleo, si bien a un ritmo algo más atenuado. La renta disponible de las familias se redujo de manera sustancial, aunque solo se trasladó parcialmente a sus decisiones de consumo, con lo que la tasa de ahorro se recortó de forma muy pronunciada.

## LAS CONDICIONES FINANCIERAS DURANTE LA CRISIS

GRÁFICO 5

COSTE FINANCIERO



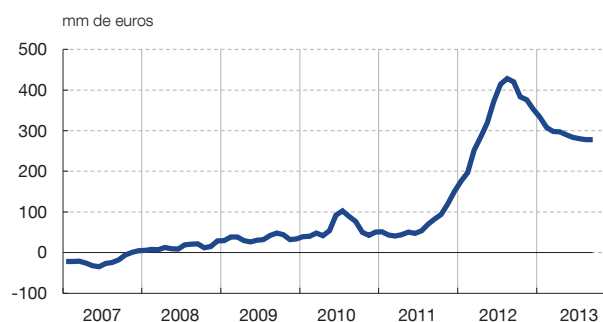
DIFERENCIAL DEL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA A DIEZ AÑOS CON ALEMANIA



IBEX-35



SALDO DEUDOR DEL BANCO DE ESPAÑA EN TARGET



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

Las empresas continuaron saneando sus balances y, por primera vez desde que comenzó la Unión Monetaria, empezaron a generar capacidad de financiación, lo que también pudo ser el resultado de las crecientes dificultades para obtener recursos externos, a medida que la propagación de la crisis de la deuda soberana agudizaba las tensiones en los mercados de financiación mayoristas. En este período, las sociedades no financieras redujeron por primera vez su endeudamiento, aunque, como en el caso de las familias, la ratio en porcentaje del PIB permaneció en un nivel no muy diferente del registrado a finales de 2009. La necesidad de financiación de la nación se redujo, aunque de forma muy modesta, debido al repunte que experimentaron las importaciones.

Diversos factores desempeñaron un papel relevante en la recaída de la economía española que se registró desde mediados de 2011. Un elemento fundamental de esa fase fue el episodio de crisis de balanza de pagos que tuvo lugar entre los veranos de 2011 y 2012. Este desarrollo reflejó, a su vez, una severa pérdida de confianza en las perspectivas de la economía española y condujo a un endurecimiento sustancial de las condiciones de financiación del sector privado, en un contexto general de gran incertidumbre sobre la viabilidad de la zona del euro, a medida que un número creciente de países requería apoyo financiero externo y se adoptó la primera decisión sobre la reestructuración de la deuda griega. El saldo de la balanza de pagos en este período se situó próximo al equilibrio, pero en los sectores residentes distintos del Banco de España se experimentaron cuantiosas salidas de financiación (200 mm de euros, casi el 20 % del PIB), que fueron compensadas por un incremento de los pasivos del instituto emisor de similar magnitud, debido al aumento del recurso de los bancos españoles a las subastas de liquidez del Eurosistema (véase cuadro 1)<sup>8</sup>. Desde septiembre de 2012 las tensiones remitieron, una vez que se aprobó el programa de asistencia financiera europea a la banca española y tras el anuncio del BCE de estar dispuesto a intervenir en los mercados para evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del euro, mediante las denominadas «Operaciones Monetarias de Compra-venta» (*Outright Monetary Transactions*, OMT por sus siglas en inglés)<sup>9,10</sup>.

Las dificultades de las entidades de crédito españolas para afrontar el impacto de esta crisis de financiación exterior sobre sus balances también afectaron a la disponibilidad de fondos prestables al sector privado, especialmente en el grupo de entidades cuya solvencia se había visto más dañada, como era el de las cajas de ahorros. En consecuencia, el proceso de desapalancamiento, que se había iniciado de forma tímida en 2010, se aceleró sustancialmente (el endeudamiento de las empresas se redujo en 195 mm de euros, mientras que el de las familias lo hizo en 74 mm)<sup>11</sup>.

En esta fase, la orientación de la política fiscal se hizo más restrictiva, al tiempo que se pusieron en marcha procedimientos más rigurosos de control de las desviaciones presupuestarias

8 Véase Merler y Pisani-Ferry (2012).

9 Así, en el período más virulento de la crisis de balanza de pagos en España, que discurrió desde julio de 2011 hasta agosto de 2012, las salidas de financiación que experimentaron en los otros sectores residentes se elevaron a 356 mm de euros, lo que representaba una tercera parte del PIB español.

10 En Gros y Alcidi (2013) se compara el ajuste de las economías de la zona del euro ante la emergencia de episodios de *sudden stop* con los experimentados por países de el centro y este de Europa.

11 Debe destacarse, además, que una parte de ese desapalancamiento se produjo mediante el saneamiento en los balances de las entidades a través del reconocimiento de fallidos.



	Flujos de financiación con el exterior (mm de euros)		
	Total	Sin Banco de España	Banco de España
II TR 2008-IV TR 2009	122	80	42
I TR 2010-I TR 2011	53	48	5
II TR 2011-II TR 2013	9	-234	243
II TR 2008-II TR 2013	184	-106	290
Últimos doce meses	-22	92	-114

	Posición de Inversión Internacional			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	-849		-79,7	
IV TR 2009	-982	-133	-93,8	-14,1
I TR 2011	-961	21	-91,8	2,0
II TR 2013	-955	6	-93,4	-1,7
Variación II TR 2013-I TR 2008		-106		-13,8

FUENTE: Banco de España.

de los distintos subsectores de las AAPP (como la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria<sup>12</sup> o las obligaciones derivadas del Plan de Pago a Proveedores), cuyo fin era reconducir la trayectoria insostenible del desequilibrio presupuestario.

El descenso del empleo en la recaída fue considerable (9 %), especialmente si se tiene en cuenta el ajuste ya acumulado con anterioridad, con descensos en todas las ramas, incluso, por primera vez desde que se inició la crisis, en los servicios de no mercado. El retroceso del empleo y el mayor drenaje de recursos por parte de las AAPP mediante subidas de impuestos y disminución de las transferencias condujeron a que la renta disponible de las familias cayera de nuevo, lo que retrajo sustancialmente el consumo privado. Pese a esto, la tasa de ahorro volvió a disminuir y se situó a finales de 2012 en su cota más baja de los últimos años, señal del progresivo agotamiento de la capacidad de resistencia de las familias para afrontar *shocks* de renta sin modificar sus pautas de consumo [véase Arce *et al.* (2013)]. Esta reducción del ahorro supuso también que disminuyera la capacidad de financiación de los hogares. Las empresas, por el contrario, recurrieron, como en la fase previa, a la generación de recursos internos para sanear sus balances, reducir su endeudamiento e incrementar su capacidad de financiación. De nuevo, el ajuste de la demanda nacional favoreció la corrección del saldo exterior, que, a mediados de 2013, pasó a presentar capacidad de financiación, por primera vez desde finales del siglo pasado, en una cuantía equivalente al 1,4 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres.

<sup>12</sup> Véase Hernández de Cos y Pérez (2013).

### 3 Algunos rasgos del reajuste de la economía española entre 2008 y 2013

Como se desprende del apartado anterior, la crisis ha supuesto un sustancial reajuste de las grandes cifras macroeconómicas españolas, tanto en términos de composición del PIB por el lado de la demanda y de la oferta como en términos de la posición financiera de los sectores institucionales. En particular, se ha modificado la composición de la actividad, con una moderación significativa del dinamismo de la demanda interna (sobre todo, de la inversión en construcción) y una reversión del proceso de apelación continua al ahorro exterior. En este apartado se realiza un análisis sintético del proceso de reajuste y de su impacto en términos del empleo, las finanzas públicas y el nivel relativo de bienestar económico.

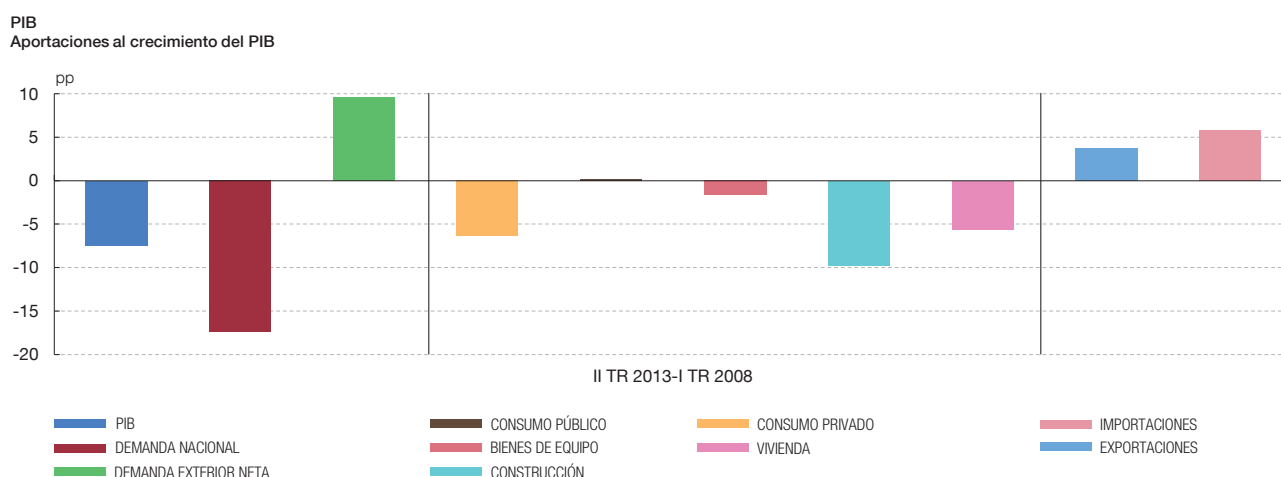
#### 3.1 Los cambios en la composición del PIB

Si se examina la evolución del PIB por el lado de la demanda, la crisis ha supuesto una fuerte caída de la demanda nacional, en beneficio de la demanda exterior neta (véanse gráficos 6 y 7). Así, a lo largo de estos cinco años la demanda nacional se redujo un 16 % en términos reales, con descensos en todas las partidas, más significativos en el caso de la inversión, pero también relevantes en el consumo privado, que cayó un 10 %. En términos de la estructura del producto, el cambio más sustancial se produjo en la inversión en construcción, que redujo su peso en el PIB a precios corrientes a la mitad, hasta una ratio en torno al 10 % del PIB, cifra similar a la que se observa en el conjunto de la UEM.

La inversión en vivienda redujo su participación en el PIB desde el 12 % en 2007 al 4,4 % en el segundo trimestre de 2013, ratio que es el mínimo de esa variable en las tres últimas décadas<sup>13</sup>. La disminución del número de viviendas iniciadas ha sido incluso más brusca, pues

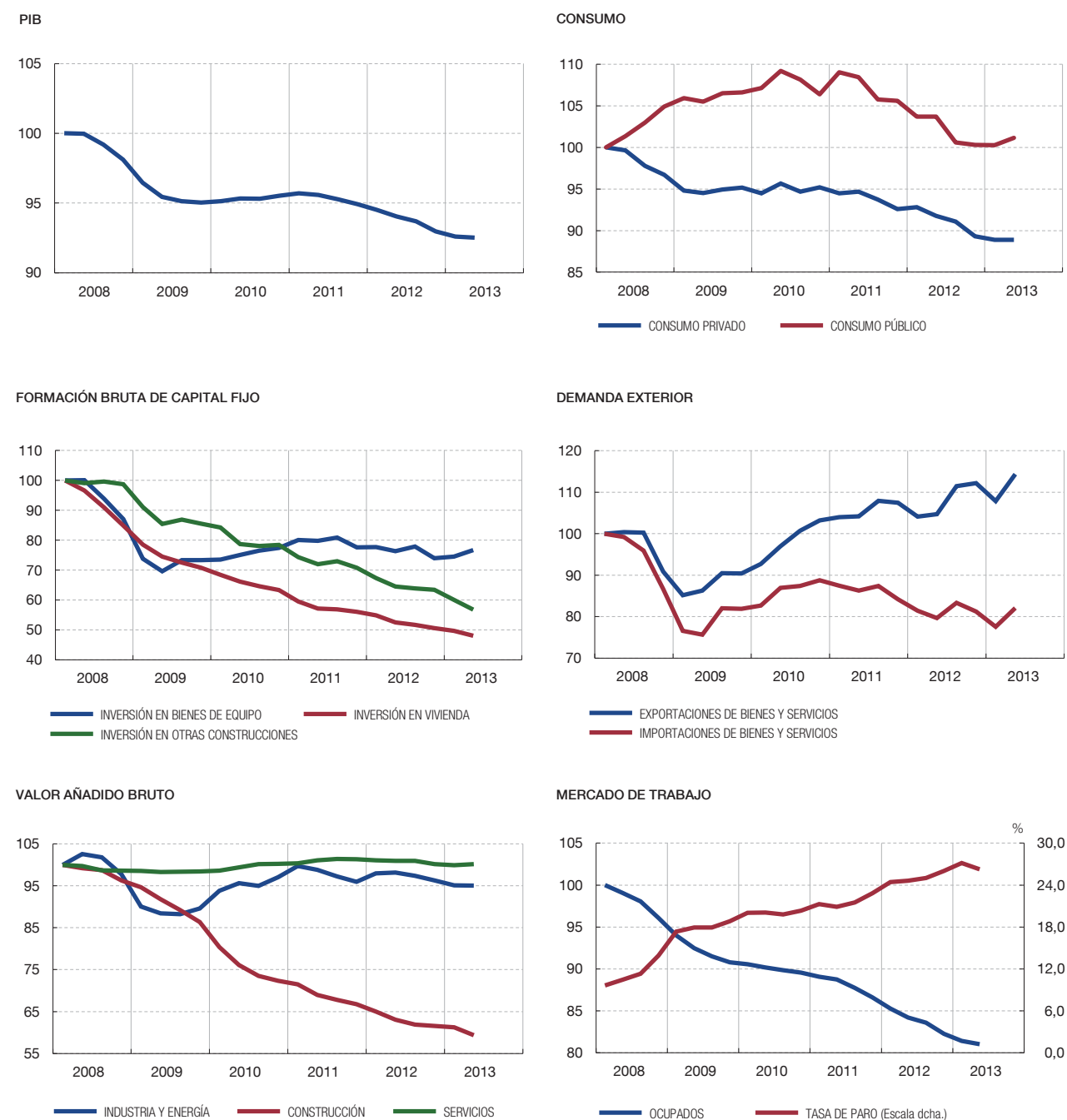
LA EVOLUCIÓN DEL PIB DURANTE LA CRISIS POR COMPONENTES

GRÁFICO 6



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

<sup>13</sup> Esa ratio es incluso inferior a la que presenta la UEM, lo cual resulta lógico, pues el elevado stock de viviendas sin vender exige que durante un tiempo la inversión residencial se sitúe por debajo de lo que probablemente sea su nivel de medio y largo plazo.



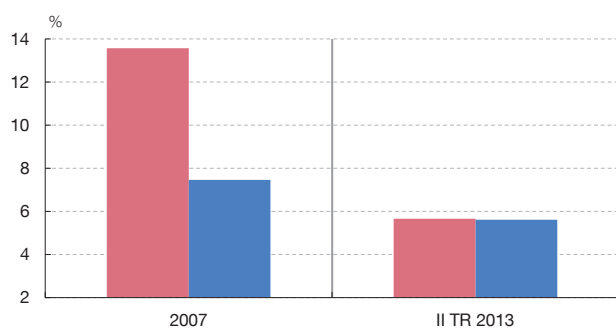
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

en los últimos doce meses hasta junio de 2013 comenzó la construcción de 40.000 viviendas, apenas un 5 % de las que se iniciaron en 2006<sup>14</sup>.

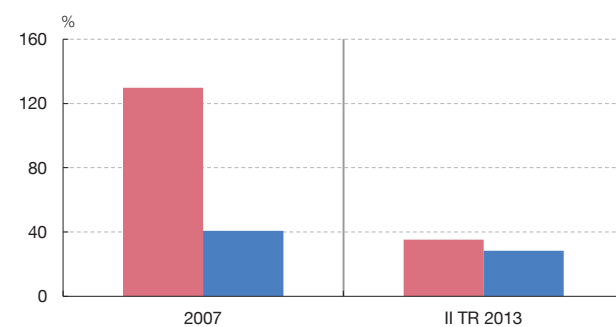
El desplome inmobiliario también ha afectado sustancialmente a los precios de la vivienda, que en términos nominales cayeron casi un 30 % desde su máximo hasta el segundo

<sup>14</sup> Esto supone que un porcentaje relativamente elevado de la inversión en vivienda corresponde en la actualidad a su componente de rehabilitación, que se ha visto menos afectado por la crisis económica.

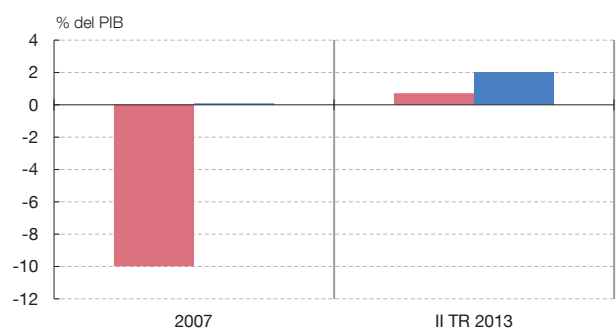
EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN SOBRE EL EMPLEO TOTAL



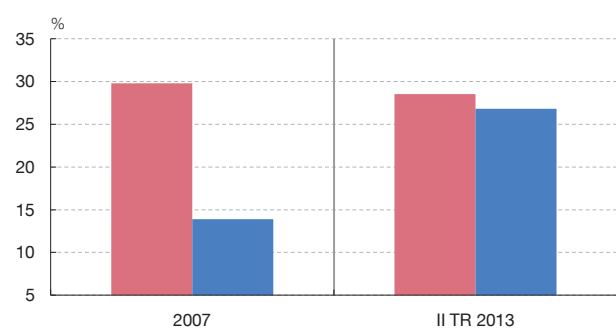
AUMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES DESDE 1998



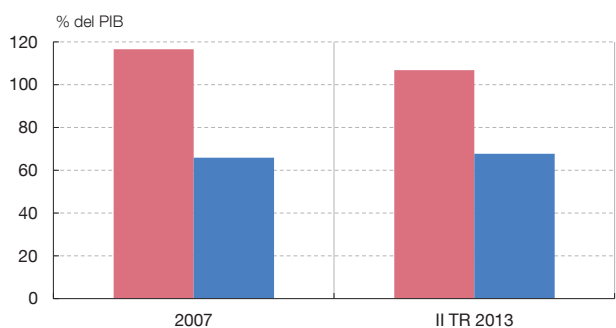
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



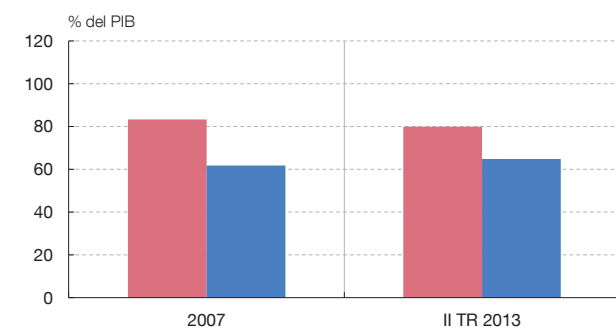
AUMENTO DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS DESDE 1998



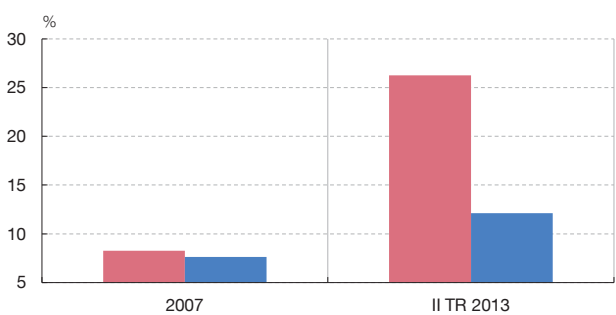
ENDEUDAMIENTO DE EMPRESAS



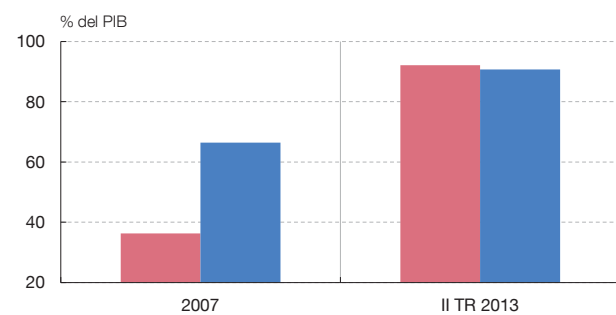
ENDEUDAMIENTO DE FAMILIAS



TASA DE PARO



DEUDA PÚBLICA



ESPAÑA

UEM

FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

trimestre de 2013. En términos reales, la magnitud del ajuste se eleva al 36 %, muy superior al que se produjo en ciclos inmobiliarios anteriores. Como se observa en el gráfico 8, esto supone que la brecha que se abrió entre los precios de la vivienda en España y los de la UEM en el período de auge se ha cerrado considerablemente. La riqueza de las familias se ha visto afectada por esta corrección de los precios, de modo que la riqueza inmobiliaria representa a mediados de 2013 en torno a cuatro veces el PIB, frente a una ratio cercana a seis en 2007. Aunque, por su propia naturaleza, esa riqueza inmobiliaria tiene un grado de liquidez limitado, el elevado saldo de viviendas sin vender reduce aún más la posibilidad de que las familias materialicen ese ahorro, lo que es un factor adicional que restringe la capacidad de gasto de los hogares. La construcción no residencial también ha registrado un descenso muy sustancial, puesto que al declive de la inversión empresarial se ha unido una caída muy intensa de la inversión pública, que, como se explica más adelante, ha sido uno de los principales elementos del proceso de consolidación fiscal en España.

Este parón tan severo de la actividad en dicho sector ha tenido un efecto considerable en el empleo, por ser muy intensivo en mano de obra. El empleo en el sector de la construcción llegó a representar en 2007 casi el 14 % del empleo total, el doble que en la UEM, con 2,5 millones de ocupados. En el segundo trimestre de 2013 la ocupación en ese sector no alcanzó el millón de puestos de trabajo, con una ratio del 6 % en el total de empleo, similar a la de los países europeos (véase de nuevo el gráfico 8). Como se verá más adelante, la formación de esos empleados hace difícil su colocación en otras actividades.

Si se analiza el comportamiento del PIB por el lado de la oferta, el impacto de la crisis ha sido heterogéneo por ramas de actividad. Los cambios en la composición del PIB más sobresalientes han sido la disminución en el peso del valor añadido de la construcción y el incremento en el de los servicios, con un comportamiento más expansivo en las ramas de servicios de información y comunicaciones, servicios a empresas, consultoría y transporte. El peso del valor añadido de la industria en el PIB se ha mantenido estable (en torno al 16 %), si bien esa ratio esconde un cambio muy sustancial en el tipo de empresas manufactureras que componen esa rama, pues las que han sobrevivido a la crisis son las más productivas y abiertas al exterior. En este sentido, puede resultar sorprendente que, pese al incremento del peso de las exportaciones en el PIB, la participación de la industria —que es la principal rama de bienes exportables— no haya repuntado en España durante estos años<sup>15</sup>. La atonía de la demanda interna —de forma singular, el desplome de la inversión residencial, que actúa como una fuente de demanda de productos industriales— y la creciente externalización de algunas actividades hacia ramas de servicios son dos de las posibles razones que explicarían esa paradoja [véase Tiana (2012)].

### **3.2 La corrección del desequilibrio exterior y el ajuste a través del canal de la competitividad**

El recurso continuado e intenso al ahorro externo que acompañó la fase de auge de la economía española ha sido una de las principales fuentes de vulnerabilidad de nuestro país, además

<sup>15</sup> En cualquier caso, conviene destacar que tampoco el peso de la industria en España es inferior al de otros países europeos, salvo Alemania: así, la ratio en Francia y en Italia es similar a la española.

de marcar la insostenibilidad de un patrón de crecimiento basado en una expansión persistente del endeudamiento frente al exterior. La crisis económica ha puesto fin a esa tendencia de rápido deterioro de la posición financiera frente al exterior, si bien apenas se ha avanzado en el proceso de reversión de esa tendencia.

En efecto, a lo largo de estos años se ha producido una significativa reducción del desequilibrio exterior, que ha pasado de registrar un déficit de casi el 10 % del PIB en 2007 a mostrar un superávit en 2013 (véase cuadro 2). Esto supone una corrección considerable, pero también la crisis ha sido muy severa y ha afectado muy intensamente a la demanda nacional. Es difícil delimitar, por tanto, en qué medida esa mejora del saldo exterior responde a factores solamente cíclicos o también a estructurales. Es evidente que esta corrección se explica, en parte, por un gran impulso exportador, indicativo de la mejora de la competitividad y de la mayor presencia de las empresas españolas en el exterior, también vinculada a la atonía del mercado interno. Las exportaciones aumentaron un 14 % en términos reales en ese período y, a precios corrientes, han pasado de representar algo más de una cuarta parte del PIB al inicio de la crisis a suponer un tercio del producto a mediados de 2013, lo que representa un incremento de 8 pp. Debe destacarse, además, el menor peso relativo de las exportaciones dirigidas a la UEM, señal de la creciente diversificación geográfica de las ventas al exterior, que ha permitido mantener el dinamismo de las exportaciones en un momento en que el crecimiento mundial ha ido basculando progresivamente hacia las economías emergentes<sup>16</sup>.

Por su parte, en este período de cinco años las importaciones reales disminuyeron un 18 %, si bien, a precios corrientes, su peso en el PIB apenas se redujo 1 pp. Cabría suponer que

**CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO**  
**% del PIB (acumulado de cuatro trimestres)**

**CUADRO 2**

	I TR 2008	II TR 2013	IV TR 2009- I TR 2008	I TR 2011- IV TR 2009	II TR 2013- I TR 2011	II TR 2013- I TR 2008
1 Saldo de comercio de bienes (fob)	-8,8	-1,3	4,9	-0,7	3,4	7,6
Exportaciones de bienes	18,1	23,5	-2,5	3,9	4,0	5,4
Importaciones de bienes	27,0	24,8	-7,4	4,6	0,6	-2,2
2 Saldo de comercio de servicios (fob)	1,9	3,5	0,2	0,5	0,9	1,5
Exportaciones de servicios	8,7	10,5	-0,3	0,7	1,5	1,8
Importaciones de servicios	6,8	7,1	-0,5	0,2	0,5	0,3
3 Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios (3 = 1 + 2)	-6,9	2,2	5,0	-0,2	4,3	9,1
4 Saldo primario de rentas	-2,7	-1,1	0,5	0,4	0,7	1,6
5 Transferencias corrientes netas	-0,8	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,4
6 Saldo de las operaciones corrientes con el exterior (6 = 3 + 4 + 5)	-10,4	0,7	5,7	0,2	5,2	11,1
7 Transferencias de capital netas	0,5	0,7	0,0	0,2	0,1	0,3
8 Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de la nación (8 = 6 + 7)	-10,0	1,4	5,6	0,4	5,3	11,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

<sup>16</sup> Véase Peñalosa (2012).

esta debilidad de las importaciones tiene un alto componente cíclico, aunque posiblemente las compras del exterior en algunos segmentos estén siendo sustituidas parcialmente por producción nacional. En conjunto, el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones refleja que el canal de ajuste de la competitividad ha empezado a funcionar, aunque tarde, tanto por la mejora de la competitividad de la producción nacional (que impulsa las ventas en el exterior y la sustitución de las importaciones) como por el recorte de las compras en el exterior al que conduce la contracción de la demanda y de la actividad. Con todo, la magnitud del esfuerzo pendiente resulta considerable. En efecto, el largo período de acumulación de déficits exteriores ha conducido a una posición de inversión internacional deudora bastante elevada y persistente (por encima del 90 % del PIB, lejos del umbral del 35 % del PIB fijado en el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos), de modo que es necesaria una combinación de superávits externos y de crecimiento de la actividad para reducir esa dependencia del ahorro externo<sup>17</sup>, lo que subraya la importancia de la competitividad como variable que puede hacer compatible el logro de esos dos objetivos.

La posición competitiva de un país obedece a numerosos factores, muchos de los cuales están relacionados con determinantes cualitativos (calidad, innovación, políticas comerciales, etc.). El logro de una posición competitiva sólida exige alcanzar avances en esos condicionantes, lo que equivale, a la postre, a impulsar las políticas de fomento de la productividad. Al mismo tiempo, el ajuste de costes y precios relativos es un determinante fundamental de la competitividad en una unión monetaria, pues es el que, en ausencia de mecanismos de devaluación nominal, permite modificar el tipo de cambio real y facilita la reasignación de factores productivos desde los sectores de bienes no comercializables hacia los de bienes comercializables.

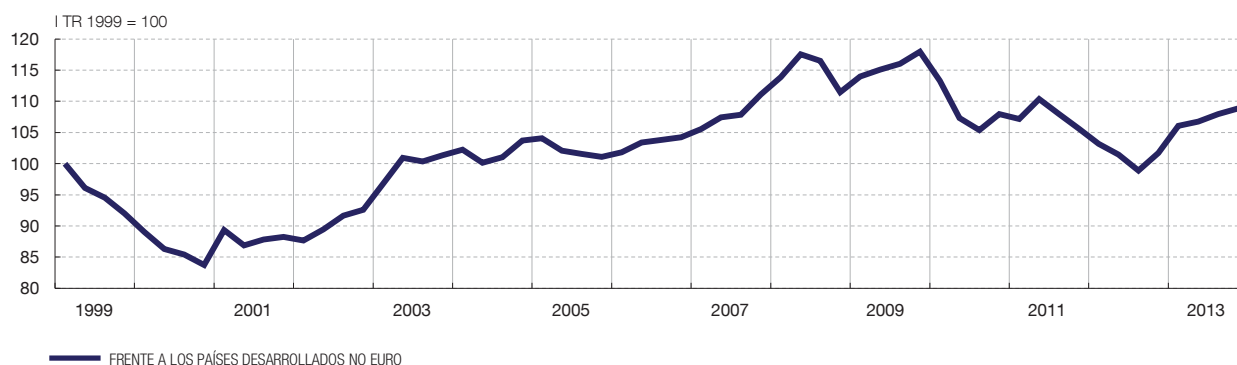
Una parte relevante y creciente del comercio exterior de España se realiza con países de fuera de la UEM, por lo que es necesario considerar, en primer lugar, la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de nuestros principales socios comerciales. En este sentido, se observa que durante los últimos cinco años el euro se ha depreciado ligeramente frente a esas monedas, si bien dicha tendencia se ha revertido en los últimos meses (véase gráfico 9).

No obstante, para impulsar las ventas en el exterior y limitar la penetración de importaciones es fundamental lograr que el nivel de precios y costes nacionales disminuya en términos relativos frente a nuestros competidores, de modo que se restablezca la competitividad perdida desde que se iniciara la UEM. En este proceso de mejora de la competitividad, los avances registrados durante los años de crisis han sido heterogéneos. Por una parte, es cierto que la inflación ha ido incrementando su sensibilidad al deterioro cíclico desde el inicio de la crisis [véase Álvarez y Urtasun (2013)]. No obstante, si se atiende a la evolución de IAPC, el elevado diferencial acumulado en el período 1999-2007 solo se ha reducido parcialmente, debido, en cierta medida, al encarecimiento de los precios de la energía y al aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que han sido un componente de la estrategia de consolidación fiscal en

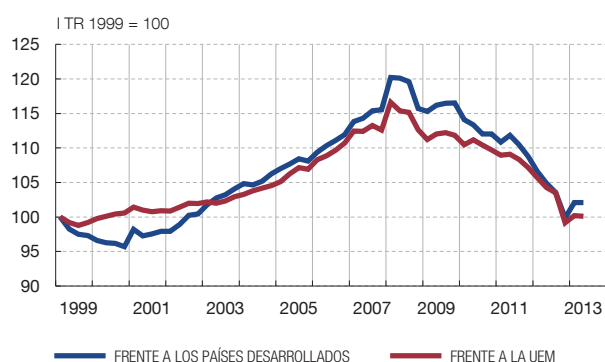
---

17 Debe tenerse en cuenta que, incluso en situaciones de equilibrio del saldo exterior o superávit, la existencia de un elevado nivel de pasivos exteriores exige renovaciones frecuentes de la financiación, que son sensibles al sentimiento del mercado y a las perspectivas sobre la recuperación de la economía o sobre el acierto en las medidas de política económica adoptadas.

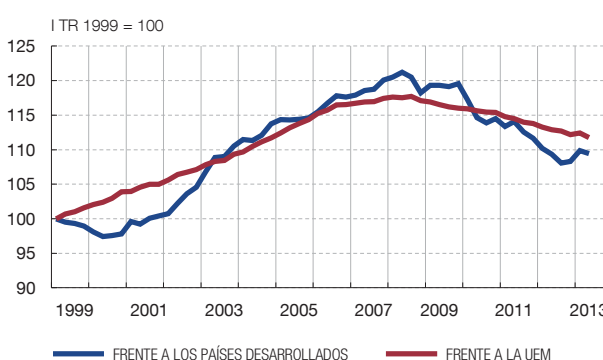
## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL



## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON COSTES LABORALES UNITARIOS



## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON DEFLACTOR DEL PIB



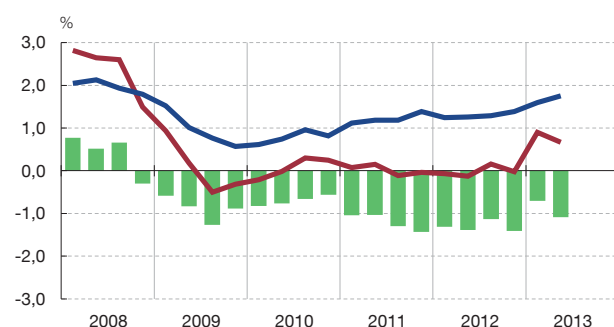
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

España. En el caso del deflactor del PIB, el diferencial con la zona del euro sí ha sido sistemáticamente negativo desde 2008, aunque tampoco esa evolución ha compensado el deterioro de los precios relativos en la etapa de auge (véase gráfico 10).

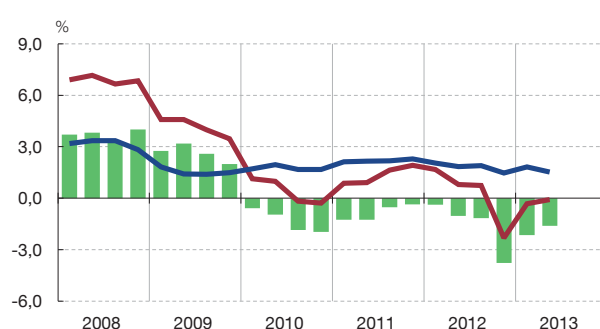
En el caso de la remuneración por asalariado, el mayor ajuste en el conjunto del período fue soportado por las ramas de no mercado como resultado de la reducción de los salarios públicos en determinados años y de la decisión de no incrementarlos en el resto, con lo que en 2012 mantenían un nivel similar al de 2007. En cambio, la remuneración por asalariado en el sector privado aumentó en el conjunto de los cinco años en torno a un 10%. En términos relativos, los salarios solo comenzaron a crecer por debajo que en la UEM a partir de 2010. En parte por esta rigidez salarial y por la propia intensidad de la recesión, las empresas redujeron sus costes laborales unitarios (CLU) mediante la destrucción de empleo, esto es, mediante fuertes incrementos de productividad. En este sentido, la cancelación más significativa de las pérdidas de competitividad con respecto a la zona del euro se ha producido precisamente en términos de esta última variable. En todo caso, es importante destacar que, en los últimos trimestres, la mayor flexibilidad salarial que han introducido las sucesivas reformas laborales ha permitido la contención de los CLU con una mayor aportación de la moderación salarial y una menor contribución de las ganancias de productividad que emergen como consecuencia de la destrucción de empleo (véase cuadro 3 del anejo para una breve descripción de las medidas de reforma de mercado de trabajo adoptadas en los últimos años).



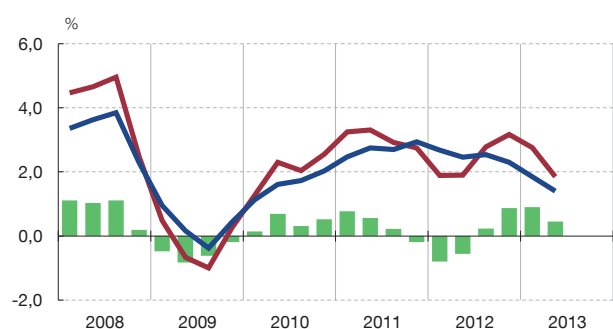
DEFLECTOR DEL PIB



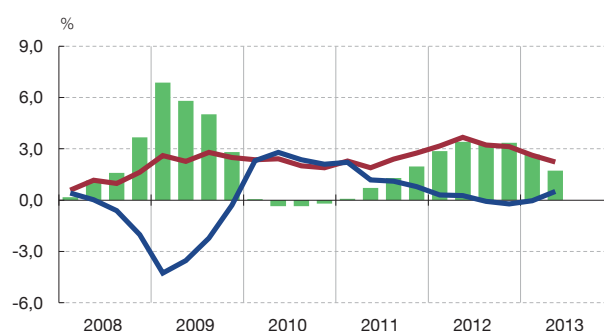
REMUNERACIÓN POR EMPLEADO



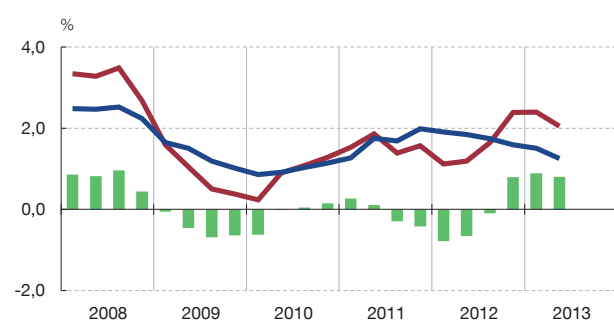
IAPC



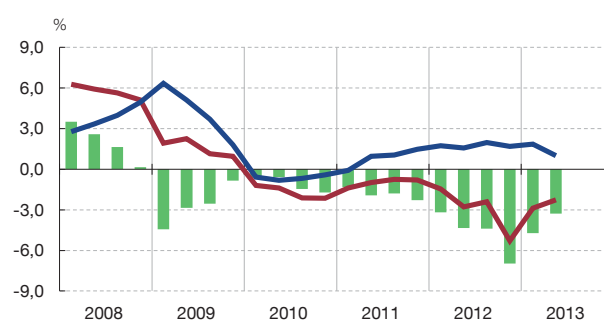
PRODUCTIVIDAD



IPSEBENE



COSTES LABORALES UNITARIOS



■ DIFERENCIAL

■ ESPAÑA

■ UEM

FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En suma, el dinamismo de las exportaciones (y posiblemente, en parte, la atonía de las importaciones) se está viendo favorecido por las ganancias de competitividad alcanzadas, aunque el proceso de devaluación interna haya sido lento y haya basculado excesivamente hacia la destrucción de empleo, como se analiza más adelante.

### 3.3 Los cambios en la situación patrimonial del sector privado

Los cambios reseñados en la composición del PIB han tenido su contrapartida en variaciones muy sustanciales de la posición financiera de los sectores institucionales. La reducción de la necesidad de financiación de la nación (de 11 pp del PIB desde el comienzo de la crisis), ha

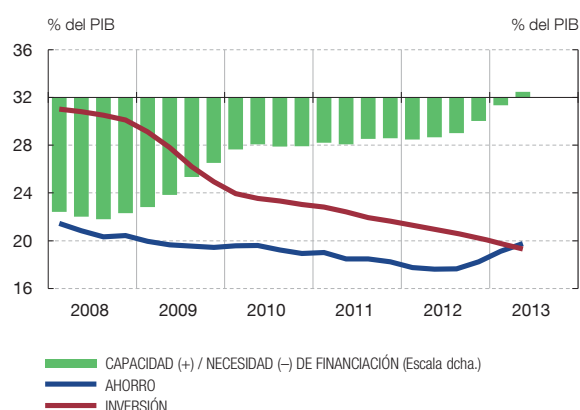
coexistido con un movimiento de signo contrario en los sectores privado y público: en las empresas no financieras y familias, la capacidad de financiación ha aumentado en 18 pp del PIB, como consecuencia, sobre todo, del fuerte ajuste de la inversión y también de los esfuerzos de ambos sectores para sanear sus balances y reducir su apalancamiento; en cambio, en el sector público se pasó de un superávit de casi el 2 % del PIB en 2007 a un déficit del 6,8 % en 2012 (sin contar el impacto de las ayudas financieras) (véase gráfico 11).

Estos reajustes del sector privado acercan a las familias y a las empresas españolas al patrón que se observa en el conjunto de la UEM (véase gráfico 12). Así, el hecho de que las familias españolas mostraran una necesidad de financiación en 2007 era un rasgo sobresaliente desde el punto de vista europeo, donde los hogares registran habitualmente capacidad de financiación. El descenso de la inversión en vivienda en España, cuya ratio sobre el PIB era en 2007 casi 7 pp mayor que en la UEM, ha permitido que la capacidad de financiación de los hogares muestre ahora un nivel similar al de aquellos. En el caso de las sociedades no financieras, la elevada necesidad de financiación registrada durante el auge, que alcanzó casi el 11 % del

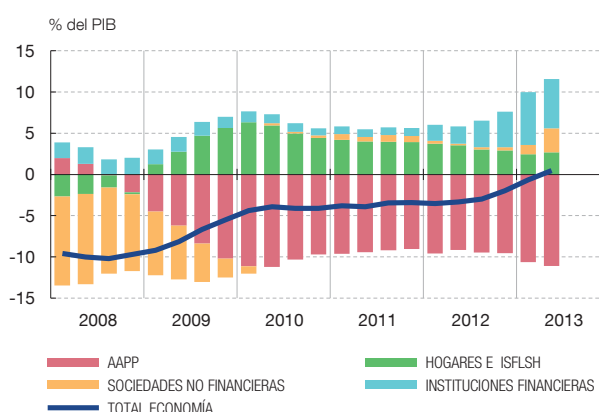
## EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE AHORRO E INVERSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

GRÁFICO 11

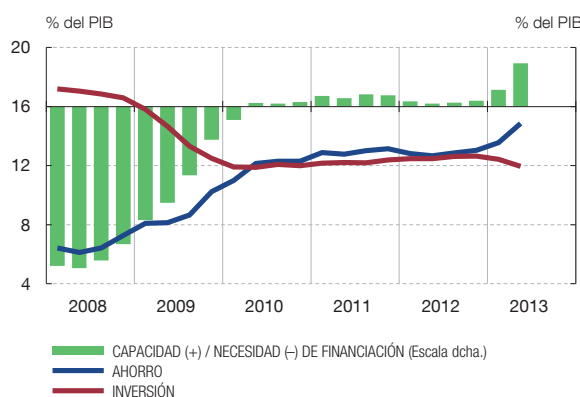
### TOTAL ECONOMÍA



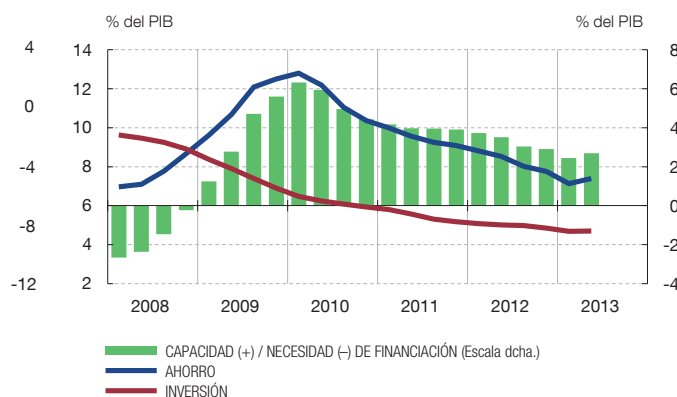
### CAPACIDAD (+) / NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN



### SOCIEDADES NO FINANCIERAS

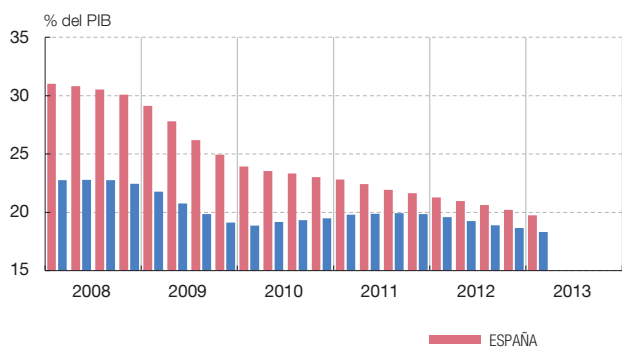


### HOGARES E ISFLSH

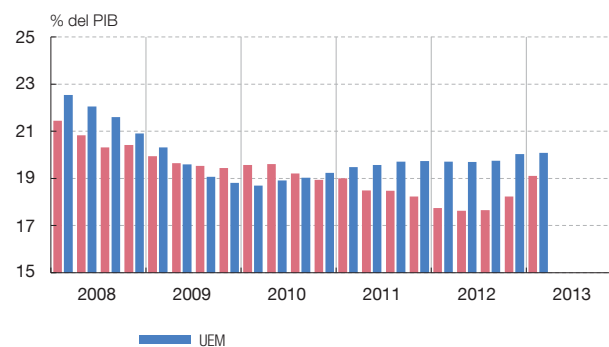


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## INVERSIÓN



## AHORRO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS

CUADRO 3

	Total			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	2.500		237,4	
IV TR 2009	2.767	267	264,3	26,9
I TR 2011	2.861	94	273,2	8,9
II TR 2013	2.850	-11	278,8	5,6
Variación II TR 2013-I TR 2008		350		41,4

	AAPP			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	378		35,9	
IV TR 2009	565	187	54,0	18,1
I TR 2011	686	121	65,5	11,5
II TR 2013	944	258	92,4	26,8
Variación II TR 2013-I TR 2008		566		56,5

	Sector privado no financiero			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	2.122		201,5	
IV TR 2009	2.202	80	210,3	8,8
I TR 2011	2.175	-27	207,7	-2,6
II TR 2013	1.906	-269	186,5	-21,2
Variación II TR 2013-I TR 2008		-216		-15,1

	Empresas			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	1.235		117,3	
IV TR 2009	1.299	64	124,1	6,8
I TR 2011	1.287	-12	122,9	-1,2
II TR 2013	1.092	-195	106,8	-16,1
Variación II TR 2013-I TR 2008		-143		-10,5

	Familias			
	mm de euros	Variación	% del PIB	Variación
I TR 2008	887		84,2	
IV TR 2009	903	16	86,3	2,0
I TR 2011	888	-15	84,8	-1,5
II TR 2013	814	-74	79,6	-5,2
Variación II TR 2013-I TR 2008		-73		-4,6

FUENTE: Banco de España.

PIB en 2007, también era muy superior a la que mostraban las empresas europeas, debido a una combinación de una ratio de inversión muy superior y de un ahorro empresarial más bajo en las compañías españolas. Durante la crisis, la inversión empresarial en porcentaje del PIB disminuyó en España (hasta una ratio en torno al 12 %), mientras que también el ahorro empresarial se elevó, en este caso superando las ratios de la UEM, con lo que la capacidad de financiación que se empezó a generar en 2010 contrasta con el mantenimiento de una cierta necesidad de financiación de las sociedades europeas. Las restricciones de financiación en España y la necesidad de avanzar en el proceso de desapalancamiento pueden haber hecho que el ajuste de la posición patrimonial de las empresas haya sido más intenso en nuestro país.

Pese a esta mejora de la posición patrimonial de empresas y familias, las ratios de endeudamiento del sector privado se mantienen elevadas, en parte por la debilidad de la renta. A mediados de 2013 el endeudamiento de las empresas representaba el 107 % del PIB<sup>18</sup>, 10 pp menos que el registrado a comienzos de 2008, y en el caso de las familias esa ratio de endeudamiento era del 80 %, 5 pp inferior a la del comienzo de la crisis (véase cuadro 3). Es decir, en el sector de empresas no financieras y familias el endeudamiento se ha reducido 15 pp del PIB, hasta el 186 % a mediados de 2013<sup>19</sup>. La estabilización del producto y su recuperación posterior permitirán, además, acelerar ese proceso de disminución de la ratio<sup>20</sup>.

### **3.4 Los cambios en la población activa, la población ocupada y la población desempleada**

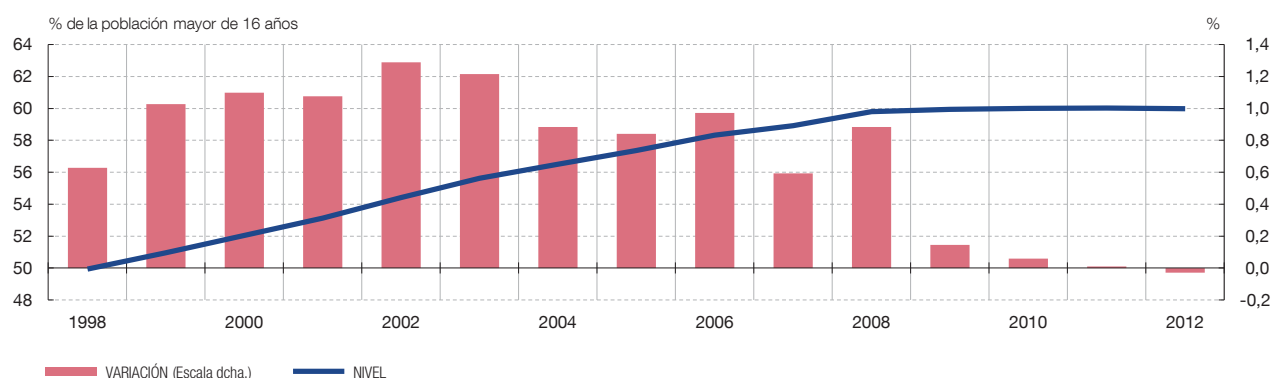
Tras cinco años de continuada destrucción de empleo, el mercado laboral ha experimentado una transformación muy profunda. Un aspecto destacable es que la oferta laboral ha mostrado en conjunto una considerable resistencia, si bien a lo largo de 2013 se observa una pauta algo distinta, con descensos en la población activa de cierta entidad. Con todo, la población activa se cifraba a mediados de 2013 en 22,7 millones de personas, nivel similar al del segundo trimestre de 2008, en un contexto demográfico menos dinámico que el que se vivió en los años previos a la crisis, derivado del descenso de la población extranjera observado a partir de 2010. Este resultado, que contrasta con la contracción de la población activa en otras fases recesivas, donde primaban el efecto desánimo o procesos intensos de jubilación anticipada, obedece principalmente a la estabilización de la tasa de participación en torno a los niveles máximos que había alcanzado en 2007 (del 60 %) (véase gráfico 13). El continuado ascenso de la tasa de actividad femenina hasta muy recientemente (en el primer trimestre de 2013 se observó una disminución de este valor, por primera vez desde el inicio de la crisis) ha compensado el declive de la participación masculina a lo largo de estos años, así como la disminución de la tasa de actividad de los trabajadores extranjeros. Detrás de este comportamiento podrían encontrarse factores vinculados a la necesidad de compensar la pérdida de rentas en la unidad familiar (lo que se conoce como el efecto de «segunda renta»), pero también responde a factores estructurales,

18 Una parte de ese endeudamiento se explica por el proceso de globalización de las multinacionales españolas, que fueron especialmente activas en los años previos e inmediatamente posteriores a la puesta en marcha de la UEM.

19 Estas cifras de endeudamiento incluyen el crédito bancario, los valores de renta fija emitidos y los créditos exteriores, pero no los créditos concedidos por las AAPP (y que en 2012 representaron en torno al 3 % del PIB), que sí forman parte de la variable de endeudamiento incluida en el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos en la UE. El umbral a partir del cual el endeudamiento privado se considera excesivo en ese Procedimiento es el 133 % del PIB.

20 En el tercer trimestre de 2013 el endeudamiento de empresas y familias se ha reducido adicionalmente en 32 mm.

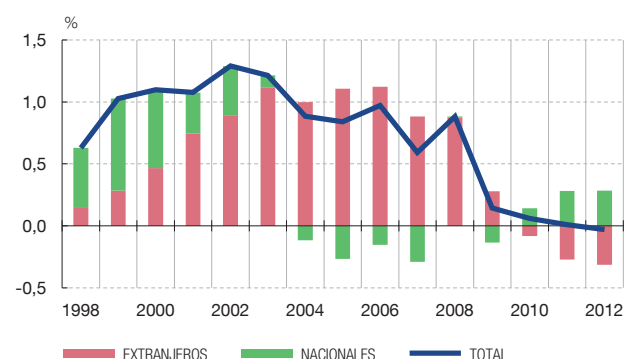
## NIVELES Y VARIACIONES INTERANUALES



## CONTRIBUCIONES POR GÉNERO A LAS VARIACIONES INTERANUALES



## CONTRIBUCIONES POR NACIONALIDAD A LAS VARIACIONES INTERANUALES



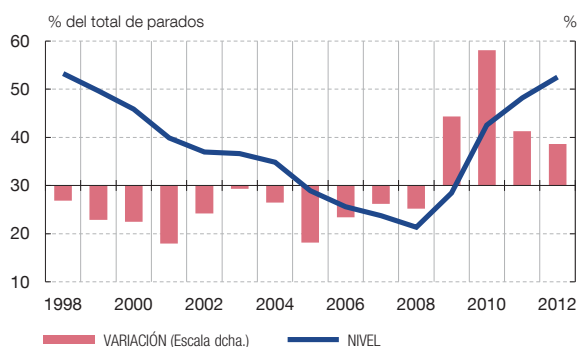
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

pues en las últimas décadas se observa en España una progresiva similitud en las pautas de participación femenina respecto a las de los varones, algo que antes solo se producía para los niveles de formación más elevados.

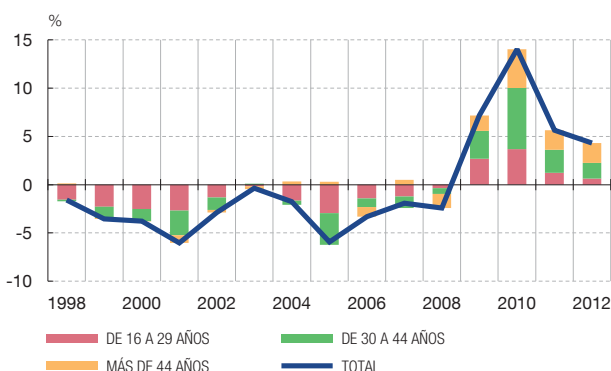
Frente a esta relativa resistencia de la oferta laboral, el retroceso de la población ocupada ha sido de gran magnitud, de casi un 20 % desde su nivel máximo, con lo que en el segundo trimestre de 2013 se cifraba en 16,5 millones de personas. El ajuste del empleo ha sido de mayor intensidad entre los asalariados con contrato temporal, cuyo número se ha reducido en un 40 % desde el tercer trimestre del 2007, lo que explica un 65 % de la reducción del total de puestos de trabajo asalariado a lo largo de estos años. Esta característica del ajuste cobró principal relevancia en las etapas iniciales de la crisis, ante la falta de adecuación de las condiciones laborales al cambio cíclico y los menores costes de despido de los contratos temporales. También se observa una pérdida de peso del empleo a tiempo completo tras la crisis, mientras que se ha producido un incremento apreciable de los ocupados con contrato a tiempo parcial (la tasa de parcialidad ha aumentado en 5 pp desde 2008, hasta situarse en el 17 %).

En el contexto descrito, la población desempleada ha crecido de manera muy intensa en estos cinco años (el nivel máximo de personas desempleadas, en el primer trimestre de

NIVELES Y VARIACIONES INTERANUALES



CONTRIBUCIONES POR EDAD A LAS VARIACIONES INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

este año, superó los seis millones de personas), elevando la tasa de paro hasta un nivel del 27,2 % en los primeros meses de 2013, aunque posteriormente se redujo hasta el 26 % en el tercer trimestre. También en este caso se observan diferencias apreciables por colectivos: la salida del mercado laboral ha alcanzado con mayor intensidad a los más jóvenes (la tasa de paro de los jóvenes de entre 16 y 24 años se situó en el 55 %) y a los trabajadores con menor cualificación (con una tasa de paro del 40 %), colectivos especialmente afectados por la destrucción de empleo temporal. Por otra parte, la crisis ha comportado un considerable incremento en el tiempo medio en situación de desempleo para todos los segmentos de población. El porcentaje de desempleados de larga duración (es decir, los que llevan más de un año en esta situación) se situaba en el 58 % del total de parados en el tercer trimestre de 2013, frente a una tasa del 21 % al principio de la crisis. Las duraciones en el desempleo son particularmente elevadas para algunos colectivos, como los jóvenes, los trabajadores de mayor edad y aquellos con menor nivel de formación, con el consiguiente riesgo de exclusión del mercado laboral<sup>21</sup> (véase gráfico 14).

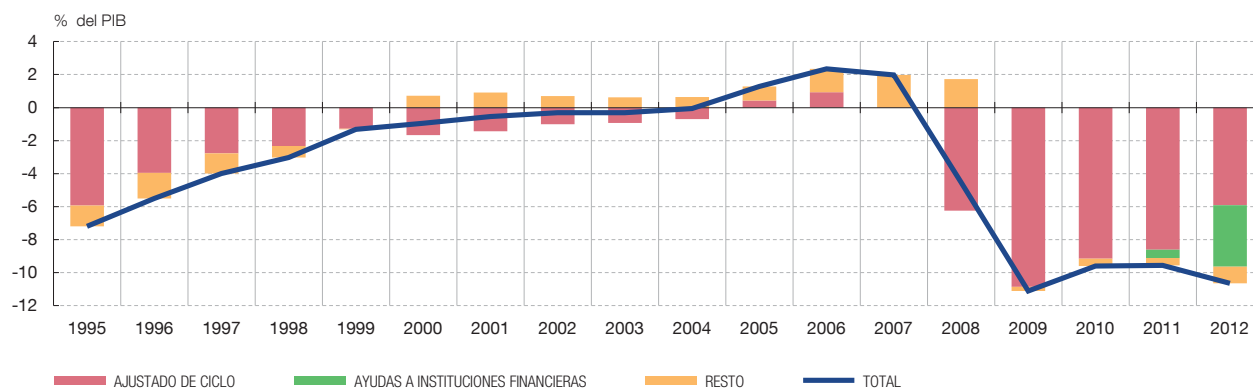
### 3.5 La estructura de los ingresos y gastos públicos

El aumento del déficit público hasta 2009 y el proceso de consolidación posterior han ido acompañados de cambios significativos en la evolución del gasto y de los ingresos públicos, así como de su composición. Estos cambios son el resultado de factores de distinta naturaleza: el impacto del prolongado ciclo recesivo, las medidas fiscales adoptadas —transitorias en algunos casos— o los efectos de la crisis de deuda soberana.

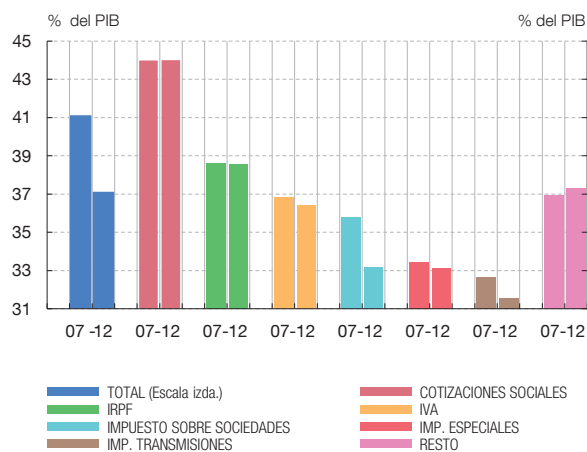
En 2012, la ratio de gasto público en relación con el PIB, excluido el impacto de las ayudas públicas a las entidades de crédito, era 4,8 pp superior a la de 2007 (3,4 pp en términos del gasto primario), situándose en un nivel del 44 % (véase gráfico 15). El gasto corriente aumentó más de 7 pp del PIB en este período. De este incremento, una tercera parte se debió al aumento del peso de las pensiones contributivas, una cuarta parte al aumento de las prestaciones

<sup>21</sup> Véase Font y Puente (2013).

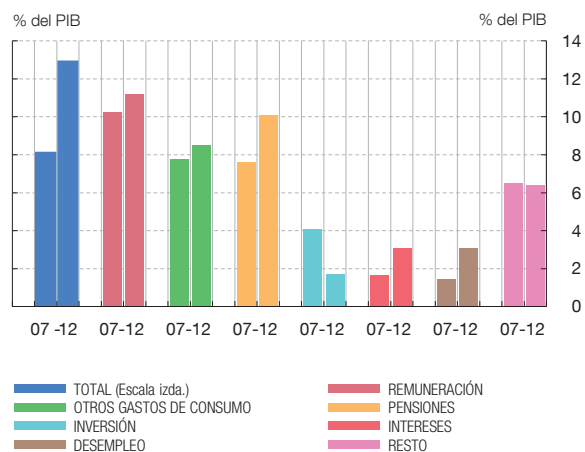
## SALDO DE LA CUENTA DE LAS AAPP



## INGRESOS PÚBLICOS



## GASTOS PÚBLICOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Sin ayudas a las instituciones financieras.

por desempleo y un porcentaje algo inferior al de los pagos por intereses. La remuneración de asalariados se incrementó en menor medida (en 1 pp del PIB), tras haber registrado trayectorias divergentes a lo largo del período (con un ascenso hasta 2009 y una caída posterior). Esta evolución expansiva del gasto corriente se compensó parcialmente por la menor inversión pública, que ha sido el único componente del gasto público cuyo peso ha disminuido en comparación con su nivel al inicio de la crisis, pues se ha reducido a la mitad (hasta el 1,7 % del PIB), aunque también en este caso la disminución se concentró en el período 2010-2012. Si el análisis de la evolución del gasto de las AAPP se circunscribe a la etapa de consolidación presupuestaria iniciada en 2010, se obtiene una visión algo distinta, ya que la ratio de gasto público en ese período de tres años, excluido el impacto de las ayudas financieras, disminuyó en 2,3 pp del PIB (3,4 pp en el caso del gasto primario).

La ratio de ingresos públicos sobre el PIB se redujo, a su vez, en 4 pp desde 2007, hasta el 37,1 % en 2012, a pesar de que a partir de 2010 se instrumentaron subidas impositivas

que afectaron a la mayoría de las figuras tributarias (IRPF, IVA e impuestos especiales). Más de la mitad de este descenso se explica por la pérdida recaudatoria del impuesto sobre sociedades, que hasta 2012 apenas respondió a los cambios normativos, y un 25 % adicional por la menor recaudación del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, tributo vinculado a las transacciones de vivienda de segunda mano. El resto de imposición indirecta (el IVA y los impuestos especiales) explica el 25 % restante. Por último, tanto la recaudación por IRPF como las cotizaciones sociales tenían en 2012 un peso similar al de 2007, si bien mostraron oscilaciones en torno a este nivel a lo largo del período. El deterioro de la demanda interna, con caídas muy severas del consumo de los hogares y de la inversión residencial (que son la base de la recaudación por impuestos indirectos), y la negativa evolución del empleo (donde se sustentan el IRPF y las cotizaciones sociales) subyacen a esta reducción de la presión fiscal en España, configurando una trayectoria que está costando revertir. También en este caso, si el análisis se circunscribe a la etapa de consolidación fiscal, la ratio de ingresos habría aumentado moderadamente hasta 2012 y con alguna mayor intensidad en 2013.

Como resultado de estos cambios, la estructura del gasto y de los ingresos públicos ha registrado modificaciones a lo largo de estos años, algunas de las cuales reflejan, como se ha visto, meramente el impacto de los determinantes cíclicos. Este puede ser el caso de una parte relevante de la pérdida de recaudación registrada a lo largo de los últimos cinco años. No obstante, los cambios en la estructura de la producción y del gasto que están acompañando el reajuste de la economía española implicarán en el futuro niveles de recaudación inferiores a los que se alcanzaron antes de 2007, lo que en el contexto de inercia que muestran determinados componentes del gasto público ilustra de la necesidad de mantener en el tiempo el esfuerzo de consolidación fiscal<sup>22</sup>. El aumento en la recaudación que pueda surgir de la futura reforma del sistema impositivo y la contención del gasto público que debería inducir la reforma de las AAPP y la del sistema de pensiones facilitarán el saneamiento de las finanzas públicas a medio plazo.

En este sentido, cabe recordar que las medidas instrumentadas desde 2010 han permitido recortar el déficit público en 4 pp desde el nivel máximo que alcanzó en 2009, hasta el 6,8 % del PIB en 2012, aunque este todavía representaba un deterioro de 9 pp desde su posición en 2007. A su vez, el saldo estructural primario se ha reducido en 7 pp desde 2009, alcanzando un nivel alejado todavía de los umbrales que establecen las obligaciones comunitarias. La trayectoria del déficit en estos años se vio influida por el impacto de las ayudas al sistema bancario, lo que aceleró la trayectoria expansiva de la deuda pública, hasta situarse en el segundo trimestre de 2013 en el 92 % del PIB, y esta, a su vez, de los pagos por intereses, que en 2013 se espera que absorban casi 2 pp del PIB más que en 2007 [véase Gordo *et al.* (2013)].

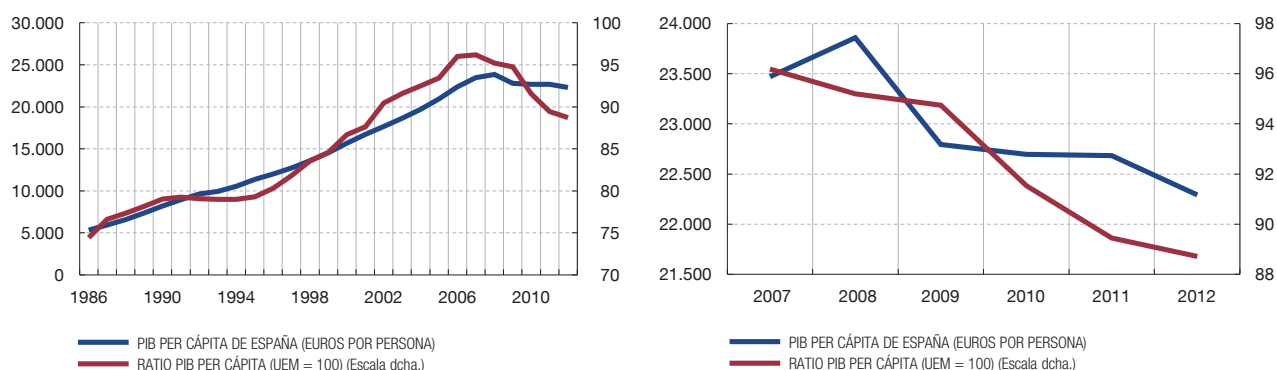
### **3.6 Los cambios en el nivel relativo de bienestar económico**

Desde que se iniciara la crisis, la renta per cápita de España descendió casi un 5 %, lo que determinó que su posición relativa con respecto a la UEM se deteriorara casi 8 pp, hasta situarse en el 88,7 % de la renta de este grupo de países en 2012, desde un nivel máximo del 96,2 % en 2007,

---

<sup>22</sup> Véase Hernández de Cos *et al.* (2011).





FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Área del euro, no incluye últimas incorporaciones.

según la última estimación de Eurostat (véase gráfico 16). Pese a este notable retroceso, las cifras muestran que gran parte del avance en el bienestar económico de España desde la integración europea se ha conservado (en 1985 la renta per cápita relativa respecto a los países que conformarían la UEM era del 74 %). En términos de sus factores determinantes<sup>23</sup>, el retroceso del nivel del PIB per cápita real en los últimos años se debió exclusivamente al peor comportamiento de la tasa de ocupación en España, que se situaba 14 pp por debajo del nivel medio en la UEM en 2012 (véase gráfico 17). La evolución más favorable de la productividad por las razones comentadas, que corrigió la brecha negativa generada en los años anteriores a la crisis y ha llegado a alcanzar un nivel ligeramente superior al de la UEM, compensó parcialmente este efecto.

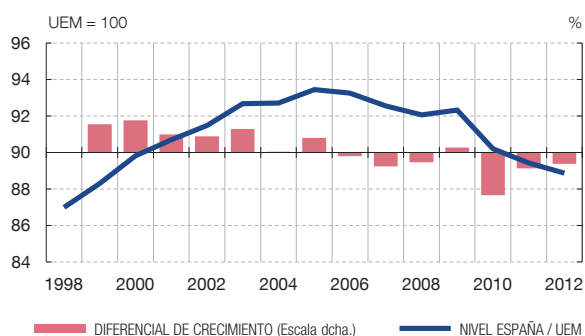
No obstante, desde el punto de vista de los determinantes de la productividad hay que subrayar que el fuerte avance registrado por esta variable se debió al notable incremento de la ratio capital/empleo, lo que, unido a los cambios sectoriales reseñados, parece estar dando lugar a un patrón de especialización menos intensivo en el factor de trabajo, que resulta más coherente con los ajustes requeridos por un mundo crecientemente competitivo pero que comporta importantes retos para el caso español, habida cuenta de la elevada tasa de paro. Debe hacerse, por lo tanto, un esfuerzo extraordinario para incrementar la formación —y, por tanto, la productividad— de la mano de obra desempleada y para avanzar en los procesos de reasignación sectorial, de modo que sea posible alcanzar un patrón de crecimiento de la renta que movilice toda la fuerza laboral disponible<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> El PIB per cápita puede descomponerse en el producto de la tasa de la población en edad de trabajar por la tasa de ocupación y por la productividad media del trabajo (es decir:  $PIB / P = PET / P * N / PET * PIB / N$ ).

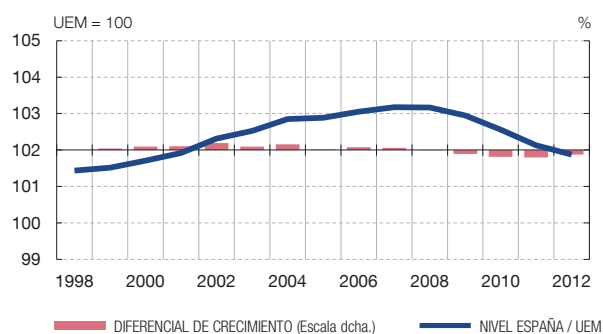
<sup>24</sup> Véase Izquierdo, Puente y Font (2013).

## COMPONENTES DEL PIB PER CÁPITA

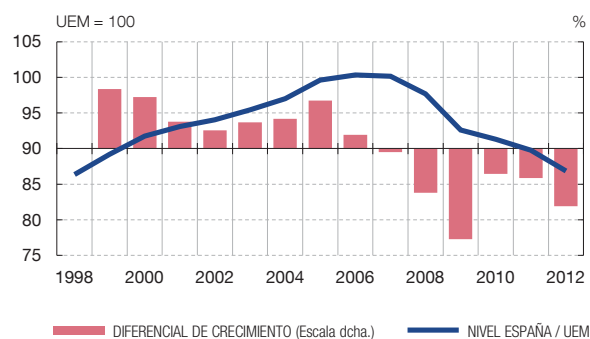
## PIB PER CÁPITA



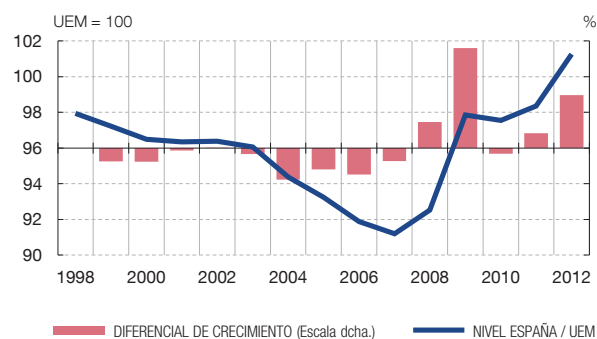
## TASA DE POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR



## TASA DE OCUPACIÓN

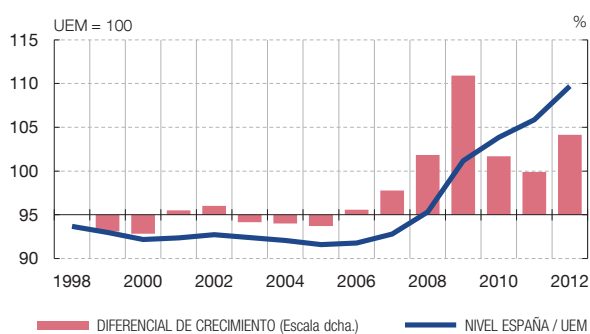


## PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO

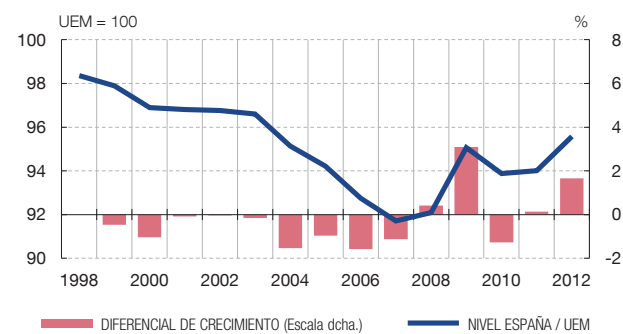


## FACTORES EXPLICATIVOS DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO

## STOCK DE CAPITAL TOTAL POR OCUPADO



## ÍNDICE DE PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



FUENTES: Ameco y Banco de España.

#### 4 La política económica durante la crisis

La crisis económica en España ha mostrado una profundidad inusitada. Con la perspectiva que da contemplar ahora el período de seis años transcurrido desde que se desencadenó la crisis financiera global, la severidad de la recesión en nuestro país responde a la conjunción de un amplio menú de causas. La posición de partida de la economía española en 2007 se caracterizaba por unos desequilibrios macrofinancieros profundos que se habían acumulado durante la etapa expansiva y que determinaban una gran vulnerabilidad ante perturbaciones financieras, particularmente si estas surgían en fases de corrección cíclica. Además, la creciente complejidad que fue adquiriendo la crisis, a medida que los vínculos entre los problemas macroeconómicos y los financieros se fueron estrechando, se vio agravada por las importantes grietas que emergieron en el proyecto de la moneda única. Todo ello dificultó el diagnóstico de la profundidad de los problemas y la articulación de las respuestas de política económica necesarias, que fueron frecuentemente tardías y, en algunos casos, insuficientes<sup>25</sup>. La demora de la reacción de la política contribuyó a agravar los problemas de confianza y, en última instancia, obligó a dar respuestas más contundentes cuando ya el margen de maniobra se había estrechado considerablemente. Con todo, aunque con el retraso mencionado, la adopción de las políticas de ajuste y de reforma, tanto en el ámbito del área del euro como en el de la economía española, está permitiendo establecer las bases para superar el legado de los desequilibrios y de la propia crisis, y para iniciar una senda de recuperación.

Como se ha visto en el epígrafe precedente, el reajuste de la economía española se está produciendo a través de dos canales fundamentales: el canal de la competitividad (que por primera vez en la historia económica reciente está teniendo lugar mediante un proceso de devaluación interna) y el que transcurre a través del ajuste de la situación patrimonial del sector privado. No obstante, el desarrollo de ambos mecanismos no ha estado exento de fricciones y no siempre ha transcurrido de la manera más rápida o eficiente. Ello se ha debido a varias razones. Centrándonos en las causas puramente internas, hay que mencionar, en primer lugar, que el marco institucional que gobernaba el funcionamiento de la economía española en 2007 (formado por las instituciones del mercado laboral, la regulación de los mercados de productos, la estructura del sector público o la del sistema financiero) no ha favorecido el ajuste de los desequilibrios ni la reasignación de los recursos hacia las actividades con mejores perspectivas, lo que ha conducido a que el impacto de la crisis se haya concentrado en el nivel de empleo. En segundo lugar, es preciso considerar el gradualismo en la gestión de las políticas económicas, que incidió en la velocidad de ajuste de la economía. Los errores de diagnóstico y la resistencia interna de los agentes y sectores afectados por las posibles reformas contribuyeron a retrasar la toma de decisiones, que hubo de realizarse en un entorno muy adverso. En algunos casos, la expectativa de que la recesión iba a ser menos prolongada o de que la recuperación se encontraba próxima desactivó la urgencia de las reformas.

---

25 Y estuvieron influidas en algunos casos por las cambiantes recomendaciones realizadas por las instituciones internacionales a lo largo de estos años.

La gestión de la política fiscal participó de algunos de estos problemas. Adoptó una orientación manifiestamente expansiva en las etapas iniciales de la recesión y tuvo que asumir una orientación muy contractiva en la segunda fase de la crisis para contrarrestar la magnitud del deterioro presupuestario acumulado en los años previos y combatir los efectos de la crisis soberana, que se cebó especialmente en los países considerados como vulnerables. En todo caso, como se ha visto, la capacidad de estabilización que tuvo la política fiscal en las etapas iniciales de la crisis fue muy limitada. Una parte sustancial del impulso expansivo instrumentado se filtró hacia el ahorro, y los incrementos en los salarios y en el empleo público se revelarían en poco tiempo insostenibles, además de que pudieron contribuir a lanzar señales ambiguas sobre la dimensión de la crisis y sobre cuáles debían ser las vías de ajuste más adecuadas.

La fragilidad de las finanzas públicas en medio de la crisis de la deuda soberana obligó a cambiar súbitamente la orientación de la política fiscal en 2010, en un mal momento desde el punto de vista de la situación cíclica de la economía, sobre la que recaían otras fuerzas contractivas provenientes del endurecimiento de las condiciones financieras y del desendeudamiento de empresas y familias. Además, el esfuerzo fiscal restrictivo hubo de incrementarse a medida que se prolongaba la recesión, con lo que la efectividad de las medidas adoptadas se veía mermada. Por último, el cambio de signo de las políticas públicas pudo generar incertidumbre en la toma de decisiones de los agentes económicos, ejerciendo un impacto contractivo adicional sobre el gasto<sup>26</sup>.

Por otra parte, la secuencia en la adopción de reformas estructurales y, en particular, el gradualismo en la aplicación de las medidas de reforma del mercado laboral condicionaron la pauta seguida por el proceso de devaluación interna, en lo que se refiere tanto a su intensidad como a los factores que la han impulsado. La falta de reacción inicial de los costes laborales hizo que en la primera fase de la crisis las empresas afrontaran la abrupta contracción de la demanda mediante el recurso intensivo a la destrucción de empleo. Las implicaciones de un ajuste de este tipo han sido ampliamente documentadas: amplificó los efectos de la crisis, afectó negativamente a la renta disponible y ralentizó el necesario proceso de devaluación interna. De hecho, hasta muy recientemente, este último basculó casi exclusivamente sobre los incrementos de productividad que generó la contracción del empleo. Tras la reforma del mercado laboral de 2012, más ambiciosa que las anteriores, el ajuste salarial ganó peso como factor impulsor de la devaluación interna, si bien el empleo continuó afectado por la severidad de las condiciones cíclicas y por los retardos con los que los cambios estructurales se trasladan a la economía<sup>27</sup>.

El alcance de las reformas en los mercados de productos y su secuencia a lo largo de estos años no siempre estuvieron a la altura que habría requerido la situación crítica vivida, lo que ha retrasado la traslación de la moderación de costes y de los incrementos de productividad a los precios. Aunque es cierto que la inflación ha incrementado su sensibilidad cíclica durante la crisis, las alzas de precios han reducido el poder adquisitivo de los hogares, cuya renta

---

26 En Hernández de Cos y Jimeno (2013) puede encontrarse una discusión sobre los mecanismos de transmisión de la política fiscal y, en particular, de su impacto asimétrico, dependiendo de la situación de tensión financiera o del estado de las expectativas.

27 Véase Izquierdo, Lacuesta y Puente (2013).

disponible disminuyó un 11 % en términos reales entre 2008 y 2013 (frente al estancamiento observado en términos nominales). En términos acumulados de ese período, el IPC se incrementó un 11 %, aunque los precios de la energía y las alzas de impuestos y de precios regulados explicaron más de la mitad de ese aumento.

La economía española ha de compaginar el hacer frente a un proceso de desapalancamiento, que se manifiesta especialmente en sectores maduros, con una reasignación de recursos hacia nuevos sectores de mayor proyección. Para ello, las reformas de los mercados de productos y factores, en un sentido amplio, son esenciales. En los últimos años se han puesto en marcha diversas iniciativas en este sentido, pero su implementación no siempre ha sido tan rápida como hubiera sido deseable y, en ocasiones, su formulación final ha terminado siendo menos ambiciosa que los objetivos inicialmente planteados. La recuperación de la actividad exige remover obstáculos a la iniciativa empresarial, reforzando la unidad de mercado mediante la eliminación de barreras administrativas regionales, liberalizando sectores e impulsando el aumento de la dimensión de las empresas españolas, evitando los «efectos de umbral» que surgen cuando se imponen algunas exigencias fiscales, legales o administrativas a partir de un determinado tamaño.

La reestructuración del sistema bancario ha sido una pieza clave de la respuesta de la política económica, pues las fragilidades emergidas en un segmento del mismo han estado en el centro de los problemas de confianza y de financiación de la economía. Esta vertiente de la política económica queda fuera del enfoque específico de este trabajo, pero es necesario dejar al menos constancia de que su necesaria reestructuración se ha enfrentado también a dificultades, que no han sido ajenas a las peculiaridades institucionales del sector de las cajas de ahorros, donde se concentraban los problemas. Como ya se ha señalado, la prolongación y el agravamiento de la crisis obligaron finalmente a tener que recurrir a los fondos públicos para la recapitalización de las entidades más vulnerables, en un momento en que la situación de las finanzas públicas era más débil, lo que exigió finalmente que España hubiera de acudir a la UE en 2012 con el fin de obtener ayuda financiera. La articulación del programa acordado con las autoridades europeas ha permitido despejar las dudas sobre el sector, aunque la plena normalización de los flujos de financiación requerirá la culminación de las reformas europeas, que doten de plena credibilidad a la unión bancaria, y el avance en el complejo proceso de desendeudamiento de la economía española.

Pese al ritmo discontinuo de las actuaciones de política económica, el recuento de los avances de las reformas en diversos frentes da, en fin, un balance significativo, cuyo impacto habría sido más efectivo si esas reformas se hubieran adoptado con más antelación o hubieran sido el resultado de un esfuerzo coordinado.

## 5 Conclusiones y retos

A pesar de la profundidad que la crisis ha alcanzado en España, el recuento de los avances de las reformas en diversos frentes ofrece un balance esperanzador, que no está exento de riesgos y de retos importantes. Durante este período se han corregido algunos de los desequilibrios que se acumularon durante la etapa expansiva, y diversas variables clave se sitúan en la actualidad en unas cotas muy similares a las europeas. El peso del sector de la construcción, tanto en términos del PIB como del empleo, se ha reducido considerablemente, así como los precios de la vivienda; el saldo exterior muestra superávit y las ratios de endeudamiento del sector privado han iniciado una trayectoria de disminución gradual.

Con todo, el legado de la crisis en términos de la magnitud y persistencia del desempleo, el voluminoso parque de viviendas sin vender, o los todavía elevados niveles de endeudamiento de los hogares, de las empresas (en particular, en determinados sectores productivos) y, sobre todo, de las AAPP configuran un panorama complejo. Todo ello hace pensar que la recuperación será gradual y, además, estará rodeada de incertidumbre.

Estas incertidumbres afectan, en primer lugar, al propio recorrido de los mecanismos de ajuste de la economía. En relación con el estímulo procedente de la competitividad, se plantea la necesidad de mantener el esfuerzo de ajuste del tipo de cambio efectivo real. En términos de los CLU del total de la economía, la depreciación acumulada en estos cinco años ha sido equivalente a la que se alcanzó tras las devaluaciones del tipo de cambio de la peseta en 1992-1995; sin embargo, el aumento de la competitividad externa e interna de la producción nacional no ha sido capaz todavía de inducir una recuperación del empleo. Una cuestión estrechamente relacionada con ello es en qué medida las reformas estructurales instrumentadas serán capaces de asegurar una contribución más equilibrada de costes, productividad y precios al proceso de devaluación interna. Para que esta genere efectos duraderos, deberá nutrirse de incrementos en la productividad basados en ganancias de eficiencia en los procesos productivos, pero, sobre todo, dada la elevada tasa de paro, es necesario mantener la contención de precios, márgenes y salarios que compense la desaceleración de la productividad, que posiblemente se apreciará a medida que se vaya recuperando el mercado laboral.

Dadas la fragilidad de la demanda nacional —por la delicada situación patrimonial de los sectores privado y público— y la elevada posición deudora frente al exterior, el empuje de la demanda exterior neta es fundamental para asentar la recuperación económica, y esto exige que los indicadores de competitividad vayan más allá de lo que pudiera considerarse como una situación de aparente equilibrio (que algunos analistas sitúan al comienzo de la UEM, de acuerdo con algunas medidas del tipo de cambio efectivo real). La alta sensibilidad de las importaciones al empuje de la demanda final —que se manifestó claramente en la segunda etapa de la crisis, en la que apenas avanzó la corrección del déficit exterior y la inflación volvió

a repuntar — subraya la necesidad de alcanzar unos niveles de precios y costes suficientemente competitivos<sup>28</sup>.

En ese contexto, la estabilización de los precios de consumo es vital, como mecanismo de salvaguarda del poder adquisitivo de las familias sin tener que recurrir a la presión sobre los costes salariales. La iniciativa para eliminar las referencias al IPC en los precios y contratos públicos, junto con la menor relevancia de la tasa de inflación en la fijación de los salarios y las pensiones, impulsará la mejora de la competitividad de la producción nacional y contribuirá de forma notable a que España se sitúe en una senda de estabilidad de precios en los próximos años.

Por otra parte, tanto las familias como, sobre todo, las empresas han avanzado en el saneamiento de su posición patrimonial, ajuste que está conduciendo a una reducción de los altos niveles de endeudamiento contraídos en la etapa previa a la crisis. Ambos fenómenos están ejerciendo un impacto contractivo a corto plazo sobre el gasto del sector privado, que, en las circunstancias actuales, no puede ser contrarrestado por la actuación de las AAPP. En este contexto, se plantea la cuestión de cuándo se alcanzará el punto en el que el saneamiento de balances y el desendeudamiento del sector privado permitan impulsar el consumo y la inversión de manera suficiente, y estos componentes empiecen a contribuir positivamente a la actividad, sumándose a la aportación del mismo signo procedente del sector exterior. Para que esto se produzca, será necesario compaginar cada vez más la disminución de los ratios de endeudamiento con el mantenimiento de una oferta de crédito suficiente para los agentes solventes<sup>29</sup>. Este proceso, ya en marcha, es especialmente importante para contar con una financiación adecuada para proyectos empresariales innovadores y para los planes de expansión de la industria exportadora, que permitan reasignar recursos desde las actividades tradicionales hacia las vinculadas, sobre todo, a la producción de bienes y servicios comerciables.

Una fuente de incertidumbre adicional es la que tiene que ver con la dificultad de determinar qué parte del retroceso de la actividad ha terminado por afectar a las bases de crecimiento y, por consiguiente, a la capacidad de expansión de la economía a medio y largo plazo. Esta es una cuestión difícil de dirimir y para la que el instrumental analítico disponible se ha mostrado claramente insuficiente<sup>30</sup>. Las estimaciones del producto potencial han sufrido importantes revisiones a la baja en los últimos años, arrojando dudas sobre el impacto real de la crisis sobre la base productiva, que afectan también a la magnitud que haya podido alcanzar el desempleo estructural, que tiene un papel esencial en la capacidad de crecimiento futuro, y cuya estimación tampoco está exenta de dificultades.

Desde la perspectiva que suministra el análisis de la crisis contenido en este trabajo, las políticas de oferta deben desempeñar un papel fundamental en la fase cíclica actual, pues, ante la imposibilidad de utilizar las políticas de demanda, son esas reformas las que, removiendo los obstáculos que entorpecen la iniciativa empresarial, pueden promover la inversión, el empleo y las exportaciones.

---

<sup>28</sup> Véase FMI (2013).

<sup>29</sup> En Ayuso (2013) se analizan diversas medidas para impulsar la financiación a las empresas, especialmente a las pymes.

<sup>30</sup> En Borio (2012) se discuten algunos de los retos analíticos que ha puesto de manifiesto la crisis financiera internacional, entre los que se encuentra el relacionado con la estimación del producto potencial.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., y A. URTASUN (2013). «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- ARCE, Ó., E. PRADES y A. URTASUN (2013). «La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- AYUSO, J. (2013). «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2009). *Informe Anual, 2008*, capítulos 1 y 2.
- (2010). *Informe Anual, 2009*, capítulo 1.
- (2011). *Informe Anual, 2010*, capítulo 1.
- (2012). *Informe Anual, 2011*, capítulos 1 y 2.
- (2013). *Informe Anual, 2012*, capítulos 1 y 2.
- BLANCHARD, O., D. ROMER, M. SPENCE y J. STIGLITZ (2012). *In the wake of the crisis*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- BORIO, C. (2012). *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?* BIS Working Papers n.º 395.
- COMISIÓN EUROPEA (2013). «Spring 2013», *European Economic Forecast 2/2013*.
- DE GRAUWE, P. (2011). *The governance of a fragile eurozone*, CEPS Working Document, n.º 346, mayo.
- FEDEA (2010). *La crisis de la economía española. Análisis económico de la gran recesión*, monografía.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (2013). *La Unión Bancaria: una cuestión de supervivencia para el euro*, Documento de Trabajo n.º 9, CUNEF.
- FMI (2013). «External rebalancing in the euro area», *World Economic Outlook*, recuadro 1.3, octubre.
- FONT, P., y S. PUENTE (2013). «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2013, según la Encuesta de Población Activa», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- GORDO, L., P. HERNÁNDEZ DE COS y J. PÉREZ (2013). «La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la crisis», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- GROS, D., y C. ALZIDI (2013). *Country adjustment to a «sudden stop»: Does the euro make a difference?*, European Economy, Economic Papers, 492, European Commission.
- GUAL, J. (2013). *Unión bancaria: ¿de hormigón o de paja?*, Documentos de Economía «La Caixa», n.º 26, julio.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., M. IZQUIERDO y A. URTASUN (2011). *Una estimación del crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1104, Banco de España.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. PÉREZ (2013). «La nueva ley de estabilidad presupuestaria». *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. F. JIMENO (2013). *Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case*, Documentos Ocasionales, n.º 1303, Banco de España.
- IZQUIERDO, M., A. LACUESTA y S. PUENTE (2013). «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos sobre el mercado de trabajo», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.



- IZQUIERDO, M., S. PUENTE y P. FONT (2013). «Evolución del desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2011). «La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única», *Información Comercial Española – Revista de Economía*.
- (2013). «La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012). *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012/06.
- ORTEGA, E., y J. PEÑALOSA (2012). *Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM*, Documentos Ocasionales, n.º 1201, Banco de España.
- PEÑALOSA, J. (2012). «El ajuste del desequilibrio exterior de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- PISANI-FERRY, J. (2012). *The euro crisis and the new impossible Trinity*, Bruegel Policy Contribution, 2012/01.
- TIANA, M. (2012). «El impacto de la crisis económica sobre la industria española», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- VIÑALS, J. (2013). «After five years: Some lessons from the financial crisis», en *Taking stock: 25 years of economic analysis*, XXV Moneda y Crédito Symposium, *Moneda y Crédito*, n.º 235.

## ANEJO

### EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES POR ETAPAS (Tasas de variación)

CUADRO A.1

	IV TR 2009- I TR 2008	I TR 2011- IV TR 2009	II TR 2013- I TR 2011	II TR 2013- I TR 2008
1 Gasto en consumo final nacional	-2,0	0,1	-6,3	-8,1
1.1 Gasto en consumo final nacional de los hogares e ISFLSH	-4,8	-0,7	-5,9	-11,1
1.2 Gasto en consumo final de las AAPP	6,6	2,3	-7,2	1,2
2 Formación bruta de capital	-22,9	-5,7	-14,9	-38,1
2.1 Capital fijo	-22,9	-6,8	-14,9	-38,9
2.1.1 Bienes de equipo	-26,7	9,2	-4,2	-23,3
2.1.2 Construcción	-22,6	-14,5	-21,6	-48,1
Viviendas	-29,2	-15,9	-19,2	-51,9
Otras construcciones	-14,5	-13,1	-23,6	-43,2
2.1.3 Otros productos	-6,8	18,7	-1,2	9,4
3 Demanda nacional (1 + 2)	-7,9	-1,2	-8,1	-16,4
4 Exportaciones de bienes y servicios	-9,6	15,0	10,0	14,4
4.1 Bienes	-8,7	18,1	11,5	20,2
4.2 Servicios	-11,3	9,2	6,6	3,2
4.2.1 Otros servicios	-9,1	11,0	7,7	8,7
4.2.2 Turismo	-14,0	6,9	5,1	-3,3
5 Demanda final (3 + 4)	-8,3	2,0	-4,0	-10,2
6 Importaciones de bienes y servicios	-18,1	6,9	-6,1	-17,9
6.1 Bienes	-19,6	9,1	-7,1	-18,5
6.2 Servicios	-12,3	-0,3	-2,5	-14,8
6.2.1 Otros servicios	-10,8	0,3	-1,5	-11,9
6.2.2 Turismo	-20,1	-3,4	-8,5	-29,3
Aportación de la demanda exterior neta (a)	3,3	1,8	5,0	9,6
7 Producto interior bruto (5 – 6)	-5,0	0,7	-3,3	-7,5
7.1 Ramas agraria y pesquera	-5,5	7,9	-13,9	-12,2
7.2 Industria y energía	-10,4	11,2	-4,6	-4,9
7.2.1 Energía	-5,1	20,5	-1,5	12,7
7.2.2 Industria	-11,6	8,8	-5,5	-9,1
7.3 Construcción	-13,6	-17,2	-17,0	-40,6
7.4 Servicios	-1,6	2,0	-0,2	0,2
7.4.1 Servicios de mercado	-3,5	2,3	-0,9	-2,2
7.4.2 Servicios de no mercado	4,6	1,0	1,8	7,4
7.5 Impuestos netos sobre los productos y las importaciones	-6,8	-4,4	-7,3	-17,5
Pro memoria				
VAB total economía	-4,8	1,2	-3,0	-6,5
VAB economía de mercado	-6,6	1,2	-4,0	-9,3
Ocupados total economía	-9,2	-1,9	-9,0	-19,0
Ocupados economía de mercado	-11,9	-2,7	-10,3	-23,2
Ocupados economía de no mercado	2,8	1,2	-4,2	-0,3
Tasa de paro (nivel)	18,8	21,3	26,3	26,3
Tasa de paro (variación)	9,2	2,5	5,0	16,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Aportaciones al crecimiento del PIB.

2008		2009	2010	2011	2012	2013
Gasto público						
Empleo			La tasa de reemplazamiento se limita al 15 % (con excepciones)	La tasa de reemplazamiento se limita al 10 % (con excepciones)	Se elimina la posibilidad de reemplazamiento, con excepciones	Se elimina la posibilidad de reemplazamiento, con excepciones
Remuneración por asalariado	Revalorización del 3,5 %	Revalorización del 3,5 %	No revalorización de salarios. Reducción 5 % salarios julio	No revalorización de salarios	No revalorización de salarios. Aumento de horas. Supresión paga extra diciembre. Revisión prestación incapacidad temporal	No revalorización de salarios. Reducción número de días de libre disposición.
Gasto en consumo final no salarial			Recorte de gastos: plan de acción inmediata	Recorte compras en CCAA y CCLL: paquete mayo 2010	Medidas en el ámbito de los sectores de Educación y Sanidad	Medidas en el ámbito de los sectores de Educación y Sanidad
Pensiones y otros	Revalorización inicial con inflación prevista. Ajuste por desvío inflación	Revalorización inicial con inflación prevista. Ajuste por desvío inflación	Revalorización inicial con inflación prevista. Ajuste por desvío inflación	Congelación pensiones, salvo mínimas	Revalorización inicial con inflación prevista, pero sin ajuste por desvío inflación. Dependencia: endurecimiento condiciones	Revalorización por encima de inflación prevista
Desempleo		Aumento prestaciones: programa PREPARA			Revisión subsidios mayores de 45 años. Reducción aportación del SEPE	Reducción porcentaje desde el sexto mes
Subvenciones		Ayudas compra automóviles			Reducción bonificaciones fomento del empleo Plan PIVE (automóviles)	Plan PIVE (automóviles)
Inversión pública		Fondo Estatal de Inversión Local	Reducción inversión pública	Reducción inversión pública	Reducción inversión pública	Reducción inversión pública
Otros		Fondo del Estado para la dinamización de la economía	Fondo estatal sostenibilidad ambiental local			
Ingresos públicos						
IRPF	Ayuda por nacimiento: plan CUNA. Deducción 400€		Eliminación deducción 400€	Eliminación ayuda por nacimiento: plan CUNA. Subida tipos >120.000€	Subida de tipos	Elimina deducción inversión en vivienda para nuevas compras. Aumento de retenciones de actividades profesionales y ahorro. Eliminación compensación deducción vivienda
Impuesto de sociedades				Adelanto de pagos fraccionados	Adelantos de pagos fraccionados. Imposición límites deducción gastos financieros y fondo de comercio	Límites a la deducción por amortización
Impuesto de patrimonio		Rebaja tipos a cero			Reinstauración gravamen	
IVA	Consolidación en las declaraciones de grupos empresariales	Aumento de devoluciones por declaración mensual	Aumento tipos en julio	Aplicación tipo superreducido a la vivienda	Subida tipos y reclasificación productos	Tributación de la vivienda al tipo reducido
Impuestos especiales y otros	Congelación tarifas	Aumento tipos hidrocarburos y tabaco		Elevación tipos tabaco	Elevación tipos hidrocarburos y tabaco. Subida tasas universitarias	Elevación tipos hidrocarburos y tabaco. Nuevos impuestos producción y almacenamiento energía eléctrica
IBI					Recargo tipos	
Cotizaciones sociales						Aumento base máxima. Inclusión en base de los pagos en especie

FUENTE: Elaboración propia.

# MEDIDAS DEL MERCADO DE TRABAJO Y OTRAS REFORMAS ESTRUCTURALES 2009-2013

## Contratación, negociación colectiva y procedimientos de despido

CUADRO A.3

	2009	2010	2011	2012	2013
Contratación (a)		Ampliación de los colectivos en el contrato de fomento  Limitación del contrato de obra y servicio a tres años y del encadenamiento de contratos temporales	Extensión del contrato para la formación y el aprendizaje a los trabajadores menores de 30 años	Nuevo contrato de apoyo a los emprendedores para empresas de menos de 50 trabajadores y extensión de los colectivos de aplicación del contrato de formación y aprendizaje  Restablecimiento de la prohibición de encadenamiento de los contratos temporales	Eliminación de la obligatoriedad de haber finalizado los estudios en los cinco años anteriores para realizar contratos de prácticas  Nuevo contrato temporal de seis meses de duración descausalizado para trabajadores menores de 30 años con menos de tres meses de experiencia laboral
Negociación colectiva		Posibilidad de acordar un descuelgue de lo pactado en el convenio sectorial a nivel de empresa, con independencia de lo establecido en los convenios sectoriales  Posibilidad de modificar determinadas condiciones de trabajo cuando se contribuya a prevenir una evolución negativa de la empresa o a mejorar la situación de esta	Prioridad aplicativa del convenio de empresa respecto a los convenios de ámbito superior, salvo pacto en contrario en convenios sectoriales de ámbito estatal o autonómico	Prevalencia de los convenios de empresa, sin posibilidad de acuerdo en contra por parte de los convenios de ámbito superior  Concreción adicional de las condiciones para el descuelgue del convenio de ámbito superior  Posibilidad de modificación unilateral por parte de la empresa de las condiciones laborales por encima de los mínimos de convenio  Limitación de la ultraactividad del convenio a un año	
Procedimientos de despido		Redefinición de las causas de despido objetivo, incluyendo la existencia de pérdidas actuales o previstas o la disminución persistente del nivel de ingresos  Incremento gradual del coste de despido de los contratos temporales entre 2012 y 2015		Reducción en la indemnización por despido improcedente a 33 días, con un tope de 24 mensualidades (45 días y 42 mensualidades previamente)  Eliminación del pago de los salarios de tramitación  Redefinición de las causas de despido objetivo, estableciendo que la disminución interanual durante tres trimestres consecutivos del nivel de ingresos ordinarios o de ventas es condición suficiente  Eliminación de la autorización administrativa en los ERE de extinción	

FUENTE: Elaboración propia.

a A lo largo de estos años se reduce y modifica el ámbito de aplicación de las bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social que comportan determinados contratos: se focalizan en contratos de formación, de aprendizaje y de emprendedores para jóvenes.

**MEDIDAS DEL MERCADO DE TRABAJO Y OTRAS REFORMAS ESTRUCTURALES 2009-2013 (cont.)**  
**Políticas pasivas y activas de empleo**

CUADRO A.3

	2009	2010	2011	2012	2013
Prestaciones por desempleo	<p>Reposición de la prestación por desempleo a los afectados por un ERE de suspensión o reducción de jornada</p> <p>Prestación por desempleo extraordinaria a los trabajadores sin derecho al subsidio por desempleo que hayan agotado la prestación contributiva</p>	<p>Prestación por desempleo a los trabajadores afectados por un ERE de reducción de jornada, con independencia del tamaño de la empresa</p> <p>Prestación por desempleo en los contratos de formación</p>	<p>Programa PREPARA. Prestación asistencial durante seis meses para los desempleados que agoten su protección por desempleo y por la cual el trabajador se obliga a participar en acciones de políticas activas de empleo y búsqueda de empleo</p>	<p>Reducción de la cuantía de la prestación por desempleo contributiva del 60 % al 50 % de la base reguladora a partir del sexto mes de duración</p> <p>Elevación de 52 a 55 años la edad mínima para recibir el subsidio especial hasta la edad de jubilación y cancelación del subsidio especial de seis meses de duración para los mayores de 45 años</p> <p>Endurecimiento del cómputo de rentas para poder recibir el subsidio de desempleo</p> <p>Restricción del colectivo de beneficiarios de la renta activa de inserción</p>	<p>Ampliación de las posibilidades de capitalización de la prestación por desempleo para jóvenes menores de 30 años que destinen el importe a realizar una aportación al capital social de una entidad mercantil de nueva creación</p> <p>Posibilidad de compatibilizar la prestación por desempleo con el trabajo por cuenta propia en el caso de menores de 30 años que no tengan trabajadores a su cargo (máximo de 270 días)</p>
Políticas activas e intermediación laboral		<p>Se refuerza la red de los servicios públicos de empleo</p> <p>Se habilita a entidades privadas y con ánimo de lucro a realizar actividades de intermediación laboral</p>	<p>Acciones de mejora de la empleabilidad a aquellos colectivos especialmente afectados por la crisis</p> <p>Inclusión de personas desempleadas en las acciones formativas dirigidas a personas ocupadas</p>	<p>Plan de recolocación externa a través de empresas de recolocación autorizadas en los ERE de más de 50 trabajadores</p> <p>Se permite la participación de entidades privadas en el diseño y planificación del subsistema de formación profesional para el empleo</p> <p>Las ETT podrán ejercer la actividad de agencias de colocación intermediando empleo indefinido</p>	<p>Se permite a las ETT realizar contratos de puesta a disposición de trabajadores a otra empresa bajo las condiciones de un contrato de formación y aprendizaje, siendo la ETT la encargada de tutelar la formación</p>

FUENTE: Elaboración propia.

## MEDIDAS DEL MERCADO DE TRABAJO Y OTRAS REFORMAS ESTRUCTURALES 2009-2013 (cont.)

### Otras medidas estructurales

CUADRO A.3

	2009	2010	2011	2012	2013
Otras medidas estructurales	Se modifican distintas leyes para su adaptación a la ley sobre libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio. Afecta a múltiples actividades: servicios profesionales, de la industria y la construcción, transporte, información y comunicaciones, etc.	Actuaciones para agilizar la constitución de sociedades y la reducción de cargas administrativas	Ley de Economía Sostenible: elimina obstáculos para mejorar la calidad de la regulación y reforma organismos reguladores para reforzar la independencia	Se desarrolla la reforma constitucional mediante la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera: introduce límites cuantitativos al déficit (se prohíben saldos estructurales deficitarios por las AAPP), gasto público (no podrá superar el crecimiento potencial nominal) y la ratio de deuda pública (60 % del PIB)	Se crea la autoridad independiente de responsabilidad fiscal, con el objetivo de reforzar el marco fiscal y garantizar el cumplimiento efectivo del principio de estabilidad presupuestaria
	Se modifican la Ley de Arrendamientos Urbanos y la Ley de Enjuiciamiento Civil para fomentar el alquiler a través de la mejora de la seguridad jurídica	Nueva Ley de Ordenación del Comercio al por Menor, que reduce los supuestos exigidos a nivel regional para la instalación de nuevos establecimientos (razones imperiosas de interés general)	Se introduce una regla de gasto público según la cual el aumento del gasto no podrá seguir anualmente la tasa de crecimiento de medio plazo del PIB nominal  Se reforma el sistema de pensiones: se eleva de forma gradual la edad de jubilación, se amplía el número de años para el cálculo de la pensión y se incorpora el factor de sostenibilidad  Se eleva a rango constitucional el principio de estabilidad presupuestaria: se introducen en la constitución límites al déficit y la deuda pública	Se reduce el grado de regulación del sector minorista (relajación en sistema de licencias, aplicación horarios comerciales y liberalización rebajas)	Se aprueba un nuevo marco para facilitar la actividad empresarial, basado en medidas fiscales y de apoyo a la financiación de pymes, la reducción de cargas administrativas y fomento a la internacionalización  En el mercado de la vivienda se liberalizan las condiciones para el arrendamiento de inmuebles, mediante la flexibilización de los contratos y la fijación de las rentas (eliminación de indexación obligatoria al IPC) y se introducen cambios impositivos para igualar el tratamiento fiscal de la adquisición de la vivienda y el alquiler  Se aprueba la reforma del sector eléctrico  Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, que agrupará funciones de los órganos superiores sectoriales

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: En la fecha de cierre de este documento se encuentran en tramitación parlamentaria: la ley que regula el factor de sostenibilidad y el índice de revalorización de las prestaciones por jubilación, la ley de garantía de mercado único, la ley de la mejora de la calidad educativa y la ley de servicios y colegios profesionales.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconometric heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAS, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.<sup>a</sup> VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007 2008: Introducción general. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEG0, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos.
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA Y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.
- 1205 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y CARLOS THOMAS: El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general.
- 1206 GALO NUÑO, CRISTINA PULIDO Y RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Long-run growth and demographic prospects in advanced economies.
- 1207 IGNACIO HERNANDO, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero.
- 1301 ETTORE DORRUCI, GABOR PULA Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's economic growth and rebalancing.
- 1302 DANIEL GARROTE, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional.
- 1303 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JUAN F. JIMENO: Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case.
- 1304 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA : Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. (Existe una versión en inglés con el mismo número).