

### 1 Introducción

La economía española atraviesa una difícil coyuntura como consecuencia de la prolongación y del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y de la recaída en la recesión antes de que la débil recuperación llegara a consolidarse. A muy corto plazo, las perspectivas están todavía condicionadas por la necesidad de corregir los desequilibrios pendientes y de enderezar las fragilidades que han emergido durante la crisis, lo que obliga a completar los ajustes y limita las posibilidades de crecimiento. No obstante, el seguimiento de una agenda ambiciosa de saneamiento y reformas permitirá restablecer los equilibrios macroeconómicos y la competitividad necesarios para reanudar una senda de crecimiento sólido a medio plazo y evitar el riesgo de que la economía quede atrapada en un escenario de escaso dinamismo durante un período prolongado de tiempo.

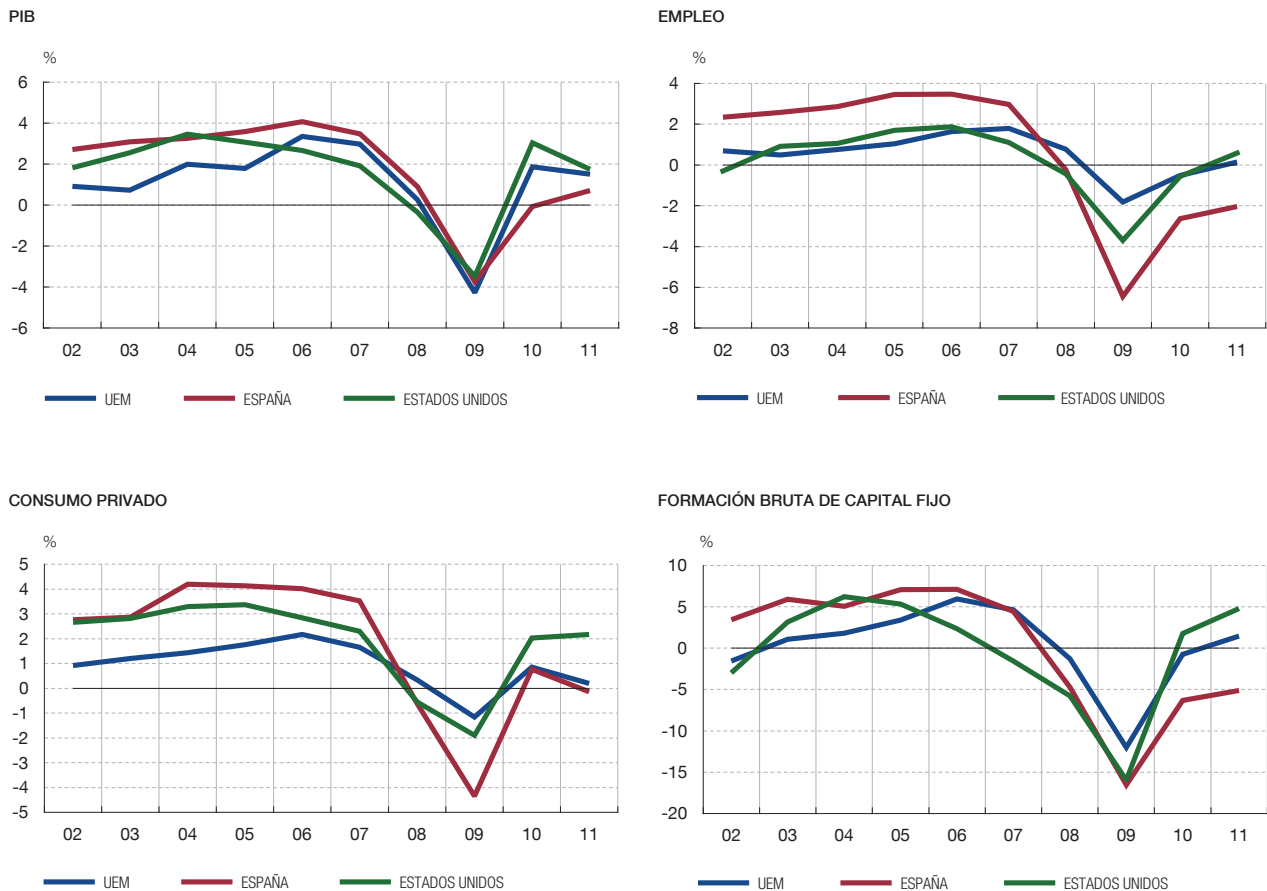
Cuanto más rápidamente se culminen los ajustes y se afronten las debilidades propias que han situado a la economía en una posición de vulnerabilidad, no solo se restablecerán más prontamente las bases de un crecimiento sólido, sino que también será mayor la protección frente a las perturbaciones y accidentes que se puedan producir en el todavía inestable escenario de la zona del euro. Porque, aunque el desarrollo de la crisis de la deuda soberana continuará siendo un condicionante exterior importante, más que nunca, la capacidad de reacción propia y la adecuada respuesta de los agentes serán determinantes de la forma en que se supere la difícil encrucijada en la que se encuentra la economía.

Con el fin de esbozar los rasgos básicos de esta situación y los retos de política económica que la misma plantea, este capítulo comienza con el análisis de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, para profundizar posteriormente en los principales factores que caracterizan la difícil coyuntura de la economía española, con especial atención a los desequilibrios e ineficiencias institucionales que lastran su recuperación, y acometer, en el último epígrafe, el importante papel que le corresponde desempeñar a la política económica. En el capítulo 2 de este Informe se trata de forma monográfica el tema de la competitividad, que constituye una pieza clave del ajuste de la economía española dentro de la UEM, sobre todo cuando es ineludible que todos los sectores institucionales reduzcan su nivel de endeudamiento y la economía en su conjunto disminuya su dependencia del ahorro externo.

### 2 El alcance sistémico de la crisis de la deuda soberana

En 2011 se interrumpió el proceso de recuperación del crecimiento mundial iniciado un año antes

El proceso de recuperación de la economía mundial que se inició en 2010 no encontró continuidad el pasado ejercicio (véase gráfico 1.1). La tasa de crecimiento del producto global retrocedió 1,4 puntos porcentuales (desde el 5,3 % al 3,9 %), retroceso que fue más marcado en las economías avanzadas. El PIB del área del euro avanzó a una tasa débil, similar a la del año precedente (1,4 %, frente al 1,9 % previo) y que resultó de un comportamiento diferenciado no solo entre sus Estados miembros, sino también en el tiempo, con un primer semestre relativamente expansivo y una segunda mitad del año de reducido dinamismo. Esta desaceleración de la actividad global se ha ido modulando a lo largo de la primera mitad de 2012 y, en el momento de cerrar este Informe, la mayoría de los indicadores económicos apuntan hacia una cierta estabilización, que, de acuerdo con la mayoría de las previsiones, se traduciría en una moderación adicional, aunque limitada, de la expansión tanto de las economías más avanzadas como de las emergentes, en el conjunto del año.

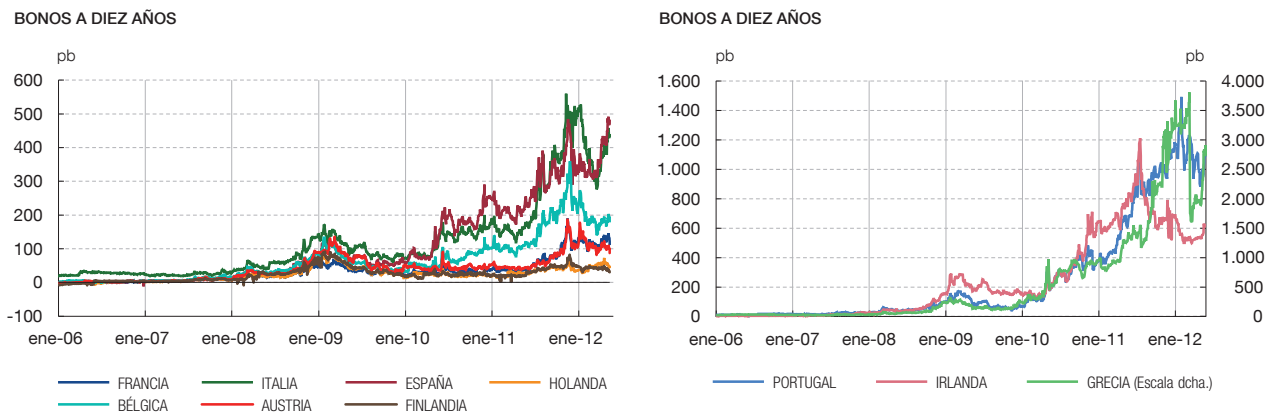


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En un primer momento, el proceso de superación de la crisis global se interrumpió como resultado de una serie de perturbaciones —como el *tsunami* en Japón y sus efectos sobre la planta nuclear de Fukushima, o los brotes de inestabilidad política en los países árabes— que incidieron negativamente sobre la evolución de los mercados financieros y sobre el comercio internacional. Más adelante, sin embargo, el foco de las tensiones tendió a desplazarse hacia el agravamiento y la extensión de la crisis de la deuda soberana en el área del euro y terminaría condicionando de manera determinante el comportamiento económico de la UEM, en general, y de España, en particular, a lo largo de 2011, pero también en la parte transcurrida de este año.

La crisis de la deuda soberana en la UEM adquirió un carácter sistémico y fue uno de los principales factores responsables de la interrupción del crecimiento mundial

Las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro se habían mantenido hasta el verano del pasado año concentradas en un conjunto relativamente limitado de países (véase gráfico 1.2). A partir de ese momento, sin embargo, comenzaron a extenderse a un número mayor de Estados miembros, afectando, primeramente, a aquellos que mostraban unos fundamentos económicos más vulnerables y, más tarde, incluso a otros en posiciones más sólidas. De este modo, la crisis de la deuda europea terminó adquiriendo una dimensión sistémica. Las causas que han desembocado en este trascendental cambio cualitativo son numerosas y complejas, pero, en todo caso, las deficiencias del marco institucional de gobernanza del área y en los procesos de decisión para afrontar la crisis han desempeñado una notable influencia.



FUENTE: Banco Central Europeo.

Las distorsiones en las políticas económicas de un grupo limitado de países actuaron como desencadenante de las tensiones

En el origen y el desarrollo inmediato de las tensiones en los mercados de deuda pública en euros, desempeñaron un papel central las políticas que había seguido un grupo de países miembros, que revelaban una insuficiente comprensión del alcance y las implicaciones económicas de pertenecer a una unión monetaria. El seguimiento de políticas difícilmente consistentes con la estabilidad de la UEM había dado lugar a la acumulación de desequilibrios de distinta naturaleza, que colocaban a sus respectivas economías en una situación de vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones como las que, desafortunadamente, comenzaron a materializarse en la segunda mitad de la pasada década.

Desde casi el inicio mismo de la UEM y a pesar de las provisiones del Tratado, algunos Gobiernos no ejercieron un control suficiente sobre sus finanzas públicas, lo que desembocó en unas cifras de déficit y de deuda difícilmente compatibles con las exigencias de una política monetaria común. En otros ámbitos igualmente relevantes aparecieron también fragilidades, como los elevados niveles de endeudamiento privado acumulados, el debilitamiento de los sistemas financieros o el mantenimiento de rigideces en los mecanismos de formación de precios y de salarios, que, en el corto plazo, limitan la capacidad de las economías para absorber perturbaciones de carácter negativo y, a un horizonte más dilatado, reducen su potencial de crecimiento. Los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto la estrecha vinculación que existe entre riesgos soberanos, riesgos bancarios y vulnerabilidad económica y cómo, una vez activado cualquiera de estos tres componentes, tienden a ponerse en marcha mecanismos de retroalimentación entre todos ellos que agravan y profundizan las tensiones (véase recuadro 1.1).

Los efectos de estas distorsiones se vieron potenciados como resultado de una visión relativamente complaciente y benigna de los desequilibrios generados, fuertemente anclada en los éxitos del euro durante sus primeros diez años, y de un exceso de confianza en la potencia de una serie de mecanismos de ajuste que, se suponía, terminarían activándose si esos desequilibrios llegaban a franquear determinados umbrales de seguridad. Desafortunadamente, ni el canal de la competitividad, que debería haber inducido una contención de precios y costes en aquellas economías que acumulaban crecientes desajustes externos, ni el canal de la disciplina de mercado, que debería haber penalizado con primas de riesgo más elevadas la financiación de esos desequilibrios, funcionaron como se esperaba. El primero, deshabilitado por una persistente falta de flexibilidad de los mecanismos de formación de precios y salarios, cuando no directamente por la pervenencia de mercados de factores y de productos disfuncionales. El segundo, anulado por una

La fuerte interrelación entre crisis financieras y crisis de deuda soberana es una regularidad empírica extensamente documentada en la literatura. Desde una perspectiva histórica amplia, las crisis bancarias sistémicas han tendido a ser seguidas por crisis de deuda pública, por lo que las primeras «ayudan a predecir» (en el sentido estadístico del término) las segundas<sup>1</sup>. El mecanismo a través del cual tiene lugar esa concatenación es bien conocido: las crisis financieras suelen devenir en crisis económicas intensas que causan caídas pronunciadas de los ingresos presupuestarios y aumentos del gasto y de la deuda del sector público, pudiendo llegar, en última instancia, a cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si, además, es necesario el apoyo financiero directo de los Estados a sus sistemas bancarios, los problemas se agudizan.

Sin embargo, tampoco han sido infrecuentes episodios en los que crisis bancarias y las crisis de deuda soberana se han desarrollado (y retroalimentado) en paralelo. De hecho, la relación entre ambas tiende a ser más bien bidireccional, existiendo, junto al descrito anteriormente, otro nexo causal que va desde la segunda a la primera a través de varios canales. Así, en primer lugar, la caída de los precios de los bonos públicos afecta de forma directa<sup>2</sup> al valor de las tenencias de deuda en el activo del balance de las entidades. Pero, además, las políticas fiscales contractivas desplegadas en respuesta a eventuales problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas típicamente comportan a corto plazo una menor actividad económica que puede traducirse en un incremento de la morosidad de la cartera de préstamos al sector privado. Por su parte, el deterioro de la calidad de los activos bancarios y el empeoramiento aparejado de las perspectivas de resultados se traducen en un endurecimiento de las condiciones de financiación, conllevando el riesgo de pérdida de acceso a los mercados en los casos más extremos en los cuales la solvencia de las entidades se pone en duda. La potencia de esta vía de transmisión se ve amplificada, asimismo, por el papel especial que desempeña la deuda pública en la financiación de la banca, como colateral y, sobre todo, en operaciones *repo* entre entidades privadas o con el banco central. Un deterioro pronunciado de la calidad de los activos soberanos eleva los recortes (*haircuts*) que se aplican en la valoración del colateral, y en el límite el activo puede llegar a perder su condición de garantía admisible. Finalmente, una vía particularmente poderosa de transmisión del riesgo soberano al riesgo bancario es el hecho de que, frecuentemente, la calificación crediticia del soberano marca una cota para la de la banca nacional y, por tanto, al coste de financiación de esta. Ello es así porque la solvencia del sector público

determina en última instancia su capacidad para prestar apoyo a entidades en dificultades y, por tanto, el valor de las garantías públicas implícitas —en ocasiones también explícitas— que respaldan a las entidades bancarias y que complementan su perfil crediticio individual (o *stand-alone rating*). Naturalmente, la mayoría de estos efectos tiende a perder potencia en sistemas más desintermediados, en los que son los mercados y no los bancos quienes canalizan el grueso de los flujos financieros.

El gráfico 1 ilustra cómo las tensiones derivadas de la crisis financiera global de 2007 se fueron transmitiendo a los mercados de deuda soberana en el área del euro, con el efecto de que los diferenciales de tipos de interés —que habían permanecido muy comprimidos desde la creación de la UEM en 1999— se ampliaron de forma progresiva. No obstante, no fue hasta la primavera de 2008 cuando empezó a producirse una diferenciación significativa entre países. Entre finales de 2008 y principios de 2009, tras la quiebra de Lehman y la nacionalización del Anglo Irish Bank en Irlanda, pero especialmente con el estallido de la crisis en Grecia a finales de 2009 y principios de 2010, es cuando la crisis en el área del euro adopta una dinámica propia. De acuerdo con estudios publicados por el Fondo Monetario Internacional<sup>3</sup>, es precisamente en esos momentos cuando las crisis financiera, de deuda soberana y de crecimiento se entremezclan y confunden entre sí. La correlación entre riesgo de crédito soberano y riesgo de crédito en el sector bancario en el área ha resultado bastante evidente a partir del verano del pasado año (véase gráfico 2).

La interacción entre riesgo soberano y bancario no es una particularidad de la zona del euro, si bien algunas características de la unión monetaria intensifican esta vinculación. Así, en el caso de la UEM, el sector bancario desempeña un papel predominante en la canalización del crédito a la economía, por lo que las tensiones en la banca repercuten en mayor medida sobre la actividad económica. Además, la exposición de los bancos de la zona del euro a la deuda pública es relativamente elevada (véase gráfico 3) y muestra un sesgo doméstico que es más acusado en los países que han experimentado tensiones más fuertes en los mercados de deuda, con la excepción de Irlanda (véase gráfico 4). A pesar de ello, la mayor integración financiera y real del área supone que la transmisión de riesgos en la zona del euro no se limite a la banca nacional, sino que se extienda más allá de sus fronteras a través de las exposiciones cruzadas del sector bancario entre Estados miembros. Estas circunstancias, junto con los problemas de gobernanza del área que la crisis ha evidenciado, facilitan que los problemas desarrollados en algunos países puedan, en ausencia de cortafuegos efectivos, acabar contagiando a otros con debilidades fiscales o mayor dependencia del ahorro exterior, y facilitan que la crisis pueda adquirir un carácter sistémico. Por último, las debilidades y la fragmentación en los mecanismos de gestión y resolución de crisis financieras en la Unión Europea han supuesto un efecto desestabilizador adicional y han

1 C. M. Reinhart y K. Rogoff (2011), «From Financial Crash to Debt Crisis», *American Economic Review*, 101, pp. 1676-1706.

2 No obstante, el reflejo de la depreciación de los bonos públicos sobre la cuenta de resultados de las entidades puede estar limitado por el método de contabilización. Así, los bonos mantenidos en carteras hasta vencimiento no están disponibles para la venta y se valoran con un criterio de pérdida esperada. Por tanto, los bancos reconocen minusvalías solo si, como ocurrió en el caso de la deuda pública griega, existe la posibilidad de una reestructuración o impago por parte del prestatario.

3 A. Mody y D. Sandri (2011), *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip*, IMF Working Paper WP/11/269.

contribuido a una cierta renacionalización de algunos segmentos de mercado (véase recuadro 4.2 del capítulo 4). La ausencia de una autoridad común de gestión y resolución de crisis que ofrezca suficiente protección a los Estados frente a crisis de liquidez no sustentadas en fundamentos hace que el respaldo

fiscal disponible —potencialmente muy gravoso, dado el tamaño de los sistemas bancarios domésticos— tenga una dimensión estrictamente nacional, lo que amplifica los posibles círculos viciosos entre las vulnerabilidades de las finanzas públicas y del sector bancario.

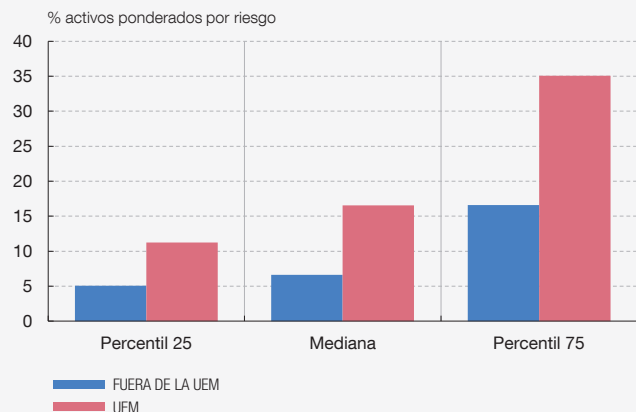
1 DIFERENCIALES SOBERANOS A CINCO AÑOS CON RESPECTO AL BUND



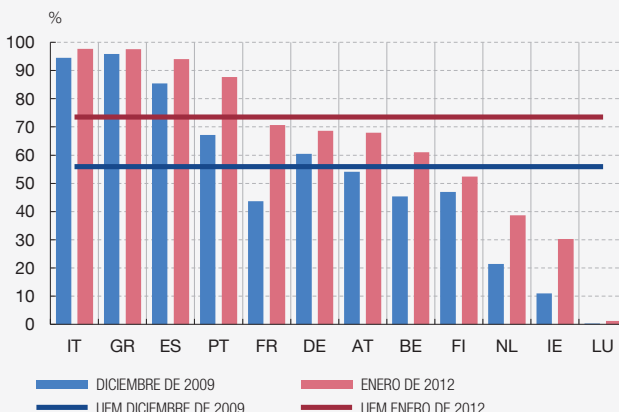
2 PRIMA DE RIESGO EN LA UEM (PROMEDIO DE CDS EXCLUYENDO GRECIA)



3 EXPOSICIÓN SOBERANA DE LOS BANCOS EUROPEOS (a)



4 SESGO DOMÉSTICO EN LAS CARTERAS DE DEUDA PÚBLICA DE LOS BANCOS (b)



ÍNDICE DE CORRELACIÓN ENTRE LAS PRIMAS DE RIESGO (CDS) BANCARIAS Y SOBERANAS (c)

	Países de la zona del euro (d)				Reino Unido	Estados Unidos
	Todos	Bajo asistencia	AAA	Resto		
2009-2012 (abril)	87	88	85	88	52	47
Segunda mitad de 2011	85	65	95	92	93	30

FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo, Datastream y SNL.

- a Exposición neta directa a soberanos europeos de los bancos participantes en el ejercicio de recapitalización de la Autoridad Bancaria Europea (51 bancos de la zona del euro y 14 de fuera de la UEM).
- b En el balance agregado de los bancos, peso de la deuda de las AAPP doméstica en el total de la deuda de AAPP de la UEM.
- c El índice bancario es un promedio de los CDS bancarios individuales.
- d Incluye países AAA (Alemania, Francia, Holanda y Austria), países bajo asistencia (Grecia, Irlanda y Portugal) y resto (Italia, España y Bélgica). Para los grupos de países, se calculan como media simple de las correlaciones individuales.

infravaloración generalizada de los riesgos en los mercados financieros no solo europeos, sino también internacionales.

Las debilidades en la estructura de la gobernanza europea y el accidentado proceso seguido para corregirlas explican, sin embargo, que la crisis alcanzara una dimensión sistémica a partir del verano

Todos estos factores, siendo centrales, no permiten explicar por qué a partir del verano de 2011 las tensiones se extendieron también a algunos Estados miembros cuyas políticas y cuyos fundamentos económicos no se habían desviado significativamente de los patrones de estabilidad. Para entender la dimensión sistémica adquirida por la crisis, es preciso incorporar al análisis otro tipo de elementos estrechamente relacionados con la existencia de una serie de debilidades en la estructura de la gobernanza europea y con el proceso seguido por las autoridades europeas para superarlas, que ha distado de ser todo lo diligente y efectivo que la gravedad de las circunstancias habría requerido, como revela la gestión de los graves problemas experimentados por la economía griega.

El potencial desestabilizador de los desequilibrios fiscales dentro de una unión monetaria fue explícitamente reconocido por los fundadores de la UEM. El Tratado de Maastricht contemplaba un procedimiento formal de vigilancia de la disciplina presupuestaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con límites para el déficit público y para la deuda pública. Sin embargo, no se articularon los mecanismos necesarios para que, en la práctica, estas provisiones del Tratado fueran aplicadas con la debida eficacia, de manera que su efectividad terminó siendo muy limitada. Las condiciones eran todavía más laxas en relación con el resto de las políticas económicas, sujetas a unos procedimientos de supervisión menos estrictos en su delimitación teórica y más etéreos aún en su aplicación práctica. La coordinación de estas políticas se articulaba en torno a las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), a través de las cuales se establecían las prioridades de política económica. Pero la supervisión del grado de adecuación de cada Estado miembro a estas prioridades se basó en el mero intercambio de información y en mecanismos de presión entre pares, poco efectivos para impulsar reformas de calado. Finalmente, la irreversibilidad del proceso de unión monetaria y los éxitos acumulados en sus primeros años de rodaje configuraron un entorno poco propicio para una reflexión sobre potenciales crisis y sobre la necesidad de contar con mecanismos para su gestión y superación. El entramado institucional que sustentaba la UEM carecía de un instrumento semejante, una carencia que impidió articular una respuesta ágil en una fase suficientemente temprana de las tensiones, lo que, probablemente, habría permitido acotarlas y resolverlas más fácilmente.

Superar este escenario de tensión requiere acciones en un triple frente...

En estas condiciones, para rebajar la presión resultaba preciso actuar de manera articulada en varios frentes. En el ámbito de las políticas nacionales, era necesaria una acción decidida de los responsables económicos tanto para corregir las vulnerabilidades acumuladas como, fundamentalmente, para acometer los cambios precisos para alinear definitivamente los esquemas internos de funcionamiento con los requisitos propios de una unión monetaria. En el ámbito de la gobernanza europea, el reto era reforzar los cimientos en los que se habían detectado las principales grietas e instaurar mecanismos de gestión de crisis y de provisión de asistencia financiera eficaces. Finalmente, en el terreno de la política monetaria, correspondía al BCE contribuir al alivio de las tensiones financieras mediante una política eficaz de suministro y de gestión de la liquidez sin menoscabo de su capacidad para reaccionar rápidamente ante cualquier riesgo para la estabilidad de precios, que es su objetivo principal y condición necesaria para el crecimiento, la creación de empleo y la estabilidad financiera del área.

A lo largo del pasado año y en la parte transcurrida del presente, los progresos en estos tres ámbitos han sido desiguales y no exentos de dificultades, han respondido en ocasiones



a intereses contrapuestos y han experimentado avances y retrocesos que evidencian la ausencia de un plan bien definido y respaldado por un elevado grado de consenso. Pese ello, debe reconocerse que se han dado algunos pasos significativos, aunque el camino por recorrer es todavía importante.

... como son una reconducción de las políticas económicas nacionales para alinearlas con los requerimientos de estabilidad del área...

En el terreno de las políticas económicas nacionales, se han registrado avances relevantes en buena parte de los países sometidos a mayores tensiones. Aunque los detalles se desarrollan con mayor amplitud en el capítulo 4 de este Informe, cabe destacar, con carácter general, la implementación de programas de ajuste fiscal ambiciosos, los progresos en la recapitalización y reestructuración de los sistemas bancarios y la introducción de reformas estructurales en el mercado de trabajo y en los mercados de servicios que, con diferente ritmo y grado de intensidad, han sido aplicados por los Gobiernos de estos Estados miembros, en algunos casos en el marco de condicionalidad propio de los programas de asistencia financiera puestos en marcha. No obstante, la experiencia acumulada ha puesto de manifiesto también las dificultades para definir con un mínimo grado de precisión el patrón óptimo de retorno de las finanzas públicas hacia una senda sostenible en un marco de fuerte deterioro de la situación económica y los riesgos de que, en ese contexto, los Gobiernos puedan sucumbir a una cierta fatiga reformadora antes de haber completado una revisión en profundidad de las estructuras de sus respectivas economías. El largo y accidentado camino que desembocó finalmente en la reestructuración de la deuda pública griega y en la aprobación del segundo programa de asistencia financiera a ese Estado ofrece una vívida ilustración de las dificultades que entrañan estos procesos y de los costes que conlleva no superarlas con rapidez y eficacia. Dificultades y costes, por otro lado, que, lejos de circunscribirse a las economías directamente involucradas, han tendido, en un marco de elevada incertidumbre sistémica, a hacerse extensivos a las del resto de países, sobre todo a aquellos en una situación de mayor vulnerabilidad.

... una reforma en profundidad de la gobernanza de la UEM...

En el ámbito de la gobernanza europea, el *Informe Anual, 2010* ofreció ya un avance de los progresos que comenzaron a materializarse en la primera mitad del pasado ejercicio en el terreno de la política fiscal. Merece especial mención el fortalecimiento del Pacto de Estabilidad, que se ha concretado, entre otros elementos, en un mayor énfasis en los instrumentos de prevención, una mayor atención a los límites al endeudamiento y el establecimiento de un grado de automatismo más elevado en los procedimientos tanto para evaluar eventuales incumplimientos como para establecer sanciones más gravosas bajo el brazo correctivo del Pacto. Más tarde, y en esta misma línea de acción, se ha puesto en marcha un segundo paquete de medidas encaminado a reforzar el marco en el que tiene lugar el seguimiento de las políticas presupuestarias nacionales, y se ha articulado un nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza que promueve el reconocimiento explícito de los compromisos con la estabilidad presupuestaria en instancias elevadas de las legislaciones nacionales.

Junto a los avances en el ámbito fiscal, cabe destacar el diseño de un nuevo marco para la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos internos (no fiscales) y externos, denominado Procedimiento de Desequilibrio Excesivo. Este nuevo marco se apoya en un mecanismo de alerta temprana basada en un conjunto amplio de indicadores que, complementados con el oportuno análisis económico, deben servir para detectar con suficiente antelación aquellas situaciones de vulnerabilidad que puedan poner en peligro la estabilidad de la UEM y para articular las acciones necesarias para corregirlas.

Otra de las innovaciones significativas que se han introducido en la gobernanza del área es el establecimiento del denominado «Semestre Europeo», que fija un nuevo calendario

para la discusión en los foros europeos de todo lo relacionado con los procedimientos de déficit y de desequilibrios excesivos y con los planes de reformas nacionales en los que se deben plasmar los compromisos adquiridos por los Gobiernos en el marco del Pacto por el Euro Plus y la Estrategia Europa 2020. El Pacto por el Euro Plus es un acuerdo firmado por los Estados de la UEM y otros miembros de la UE, de carácter intergubernamental, que tiene como finalidad reforzar el compromiso para establecer políticas orientadas al crecimiento y a la mejora de la competitividad. La Estrategia Europa 2020 es, por su parte, la sucesora de la antigua Agenda de Lisboa y constituye un programa de acción y de reforma estructural orientado a crear empleo, elevar la productividad y aumentar la cohesión social. El Semestre se inicia con la presentación por parte de la Comisión Europea de su *Informe Anual de Crecimiento*, donde se establecen las prioridades de política económica que los países europeos deberían afrontar. A finales de noviembre del pasado ejercicio, la Comisión Europea adelantó la presentación del Informe correspondiente al año en curso.

Desde entonces, se ha venido articulando un importante consenso en el área del euro en torno a la idea de que los avances logrados en el terreno de la consolidación fiscal deben acompañarse ahora con un esfuerzo colectivo, y ajustado en cada país a sus condiciones singulares, para impulsar el crecimiento y el empleo. Los detalles de lo que ha venido en denominarse un Pacto por el Crecimiento (*Growth Compact*, en inglés) para el euro, que vendría a complementar así el ya establecido Pacto Fiscal (*Fiscal Compact*), son todavía objeto de discusión en distintos foros, pero es significativo el respaldo político que los líderes del G 8 y de la UE han dado a esta iniciativa en sus recientes reuniones de mayo en Chicago y Bruselas, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la crisis está revelando también la necesidad de que todos estos movimientos se complementen con el diseño de una agenda más ambiciosa para avanzar hacia una unión económica más fuerte y más profunda entre los Estados miembros, en la que el grado de integración y de cesión de soberanía alcanzado en el ámbito de la política monetaria vaya permeando progresivamente otros terrenos de la política económica.

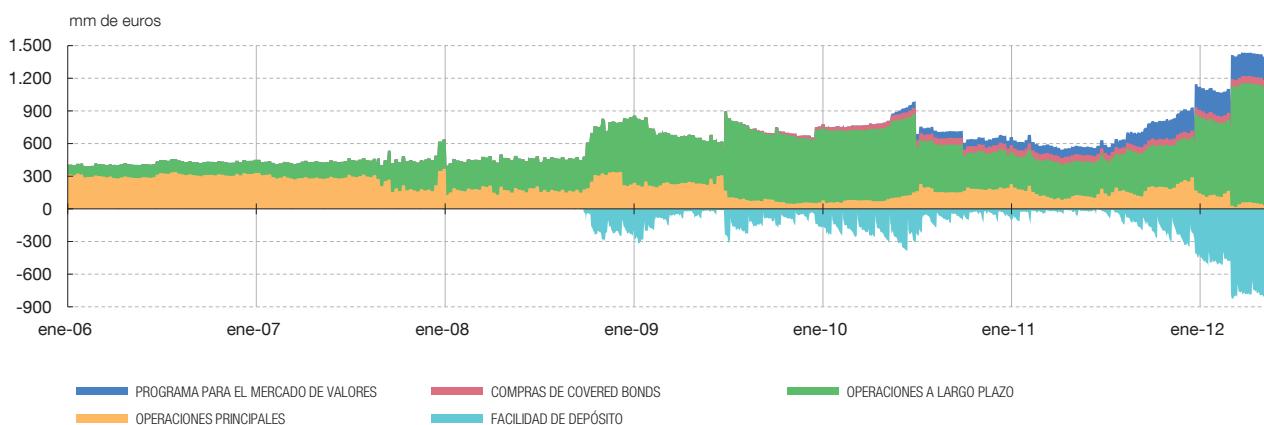
... con especial atención al diseño de un mecanismo de gestión de crisis y provisión de apoyo financiero...

Los avances en el diseño de un mecanismo permanente de gestión de crisis han sido también importantes, aunque es en este ámbito en el que más claramente se identifica en estos momentos la necesidad de mayor ambición, consenso y determinación por parte de los Gobiernos. El entramado de préstamos bilaterales sobre el que se articuló el primer programa de asistencia financiera a Grecia dio paso a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) que, de manera transitoria, debía cubrir el hueco que en la gobernanza europea suponía la ausencia de un mecanismo formal para la gestión de crisis y la provisión de soporte financiero a los Estados miembros en dificultades. Más tarde, se estableció, ahora con carácter permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará finalmente en funcionamiento el próximo mes de julio.

Es evidente que diseñar un mecanismo formal de esta naturaleza entraña múltiples complejidades, ya que debe combinar potencia y flexibilidad para maximizar su capacidad de éxito, al tiempo que debe garantizar que no se debilitan por ello los incentivos ni a establecer los programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales imprescindibles en estos momentos para asentar las bases de un crecimiento sostenido a medio plazo ni a mantener en el futuro las políticas ordenadas y consistentes necesarias para no poner en situación de riesgo la estabilidad del área y el futuro del proyecto común. Con todo, los procesos de creación tanto de la FEEF como del MEDE han sido demasiado lentos y han estado sometidos a excesivas fricciones, habida cuenta de la magnitud que



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y PROGRAMAS DE COMPRAS DE VALORES



FUENTE: Banco Central Europeo.

ha alcanzado la crisis en algunos momentos y la velocidad con la que se ha extendido. Los debates sobre su dimensión y sobre el abanico de instrumentos de los que se les dotaba, aunque necesarios, se han dilatado más de lo deseable y han evidenciado demasiados desencuentros. Los inversores han percibido las dificultades para avanzar en este terreno y han reaccionado ante la ausencia de consenso con un extra de desconfianza.

... y, a más corto plazo, la contribución del BCE en su ámbito natural de actuación

En estas condiciones, el BCE y sus decisiones de política monetaria han terminado erigiéndose en un soporte fundamental de la estabilidad del área, proporcionando alivio y válvulas de escape eficaces en los momentos de mayor presión. El Consejo del Banco Central Europeo se enfrentó, de hecho, a una situación muy compleja a lo largo de todo el año, particularmente a partir del verano, cuando los acontecimientos experimentaron un giro importante. La senda de recuperación se interrumpió y resurgieron con fuerza las tensiones en los mercados de deuda, deteriorándose sustancialmente algunas piezas fundamentales del mecanismo de transmisión. El Consejo de Gobierno del BCE reaccionó adoptando una serie de medidas dirigidas a reafirmar la orientación expansiva de la política monetaria, a restaurar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y a cortocircuitar el canal de retroalimentación entre los riesgos desde el sistema bancario, con elevadas dificultades para acceder a la financiación, y el mercado de riesgos soberanos, que, en esos momentos, amenazaba seriamente la estabilidad del área.

De este modo, durante el cuarto trimestre de 2011 se redujeron en dos ocasiones los tipos de interés oficiales, hasta situarse en el 1 % para las operaciones principales de financiación. Los tipos de las facilidades de depósito y de crédito quedaron establecidos en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente. Adicionalmente, se aprobaron importantes medidas de carácter no convencional. El BCE reanudó el Programa del Mercado de Valores a partir del 5 de agosto e instauró en octubre un segundo Programa de Adquisición de Bonos Bancarios Garantizados (entre los que se incluyen las cédulas españolas), al tiempo que reforzó los mecanismos de provisión de liquidez en dólares y redujo el coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior). A su vez, prorrogó en agosto y, de nuevo, en octubre la vigencia del procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena en todas sus operaciones (hasta cuando sea necesario y, al menos, hasta mediados de 2012) y amplió sustancialmente el horizonte de sus préstamos de liquidez para cubrir un plazo muy largo, de tres años, en dos subastas especiales —la primera, en diciembre de 2011, y la segunda, en febrero de 2012— con las que realizó una inyección bruta de más de un billón de euros (véase gráfico 1.3). Con objeto de

impedir que una eventual insuficiencia de colateral pudiera debilitar la eficacia de esta última medida, decidió también extender temporalmente la lista de activos de garantía.

Los avances en estos frentes, aunque desiguales, han tenido un efecto estabilizador cuya consolidación dependerá fundamentalmente de las acciones futuras de los Gobiernos nacionales

La acción combinada en el triple frente de las políticas económicas nacionales, la reforma de la gobernanza europea y la política monetaria, junto con la aprobación del segundo programa de asistencia financiera a Grecia tras completarse el proceso de reestructuración de la deuda pública griega en manos de acreedores privados, permitieron relajar el grado de presión con respecto al punto crítico alcanzado en el tramo final del año. En particular, las dos subastas de liquidez a tres años del BCE resultaron definitivas para atajar una aceleración de las tensiones que amenazaba devenir en problemas de gran calado y que, en un contexto de hipersensibilización de los inversores, podría haber terminado ocasionando un accidente financiero de consecuencias sistémicas difíciles de calibrar y haber arrastrado consigo una profundización de los riesgos soberanos. Con el bloqueo de ese potencial canal de transmisión de las dificultades se ganó un tiempo muy valioso para que los Gobiernos continuaran avanzando en los otros dos frentes y para que las medidas ya adoptadas pudieran comenzar a dar sus primeros frutos. Con carácter general, los principales indicadores de estrés financiero tendieron a mostrar desde entonces una tendencia decreciente, si bien se han mantenido en niveles demasiado elevados. Asimismo, se han continuado produciendo rebotes de las tensiones como ha ocurrido en mayo, que, conjuntamente con esos elevados niveles, evidencian la necesidad de continuar avanzando. En este proceso, parece evidente que corresponde ahora a los Gobiernos, en su doble condición de gestores de las políticas económicas nacionales y de responsables del buen funcionamiento de la gobernanza europea, ejercer un mayor liderazgo.

### 3 La recaída de la economía española

La intensificación de la crisis de deuda soberana interrumpió la frágil recuperación de la economía española y la ha sumido de nuevo en un episodio recesivo

La intensificación de la crisis de la deuda soberana y su interacción con la situación del sistema financiero han afectado con intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación y dañando la confianza de los agentes. Este panorama general se ha agravado con la desaceleración de la actividad en la zona del euro. Y todo ello se ha producido cuando la economía seguía destruyendo empleo y la tasa de paro continuaba aumentando, proseguía el proceso de difícil absorción de los desequilibrios generados durante la fase expansiva y se agudizaba la necesidad de enderezar el grave deterioro de las finanzas públicas registrado durante la crisis.

Con este trasfondo, la trayectoria de tenue recuperación que experimentó la economía española en la primera mitad de 2011 se debilitó a partir de los meses de verano y cambió de signo en el último trimestre, con un descenso del PIB del 0,3 % en términos de su tasa intertrimestral, que situó la tasa de crecimiento media anual en el 0,7 %. Este perfil de recaída ha continuado en los primeros meses de 2012 y ha dado paso a un nuevo episodio recesivo.

El ajuste volvió a bascular sobre la demanda interna, que cayó con intensidad, mientras que la demanda exterior neta mitigó un año más este efecto

La recaída ha complicado el ajuste iniciado tres años antes, que, en todo caso, ha proseguido y ha continuado basculando sobre la demanda interna, que se redujo un 1,7 % este último año, con una contribución negativa de los componentes público y privado del gasto. La capacidad de gasto de la economía se ha visto muy restringida por las adversas condiciones financieras, afectadas por la tensión generada por la crisis de la deuda soberana y por el proceso de reestructuración del sistema financiero que se describe en el recuadro 1.2. También ha contribuido a ello el deterioro de las perspectivas laborales y la pérdida de valor de la riqueza, que han alimentado un aumento de la incertidumbre, un deterioro de la confianza y, en definitiva, una retracción de la propensión a gastar. La demanda exterior neta ha vuelto a actuar como contrapunto y ha mitigado, por cuarto año consecutivo, el retroceso de la demanda interna, con una aportación de 2,5 pp al

avance del producto, superior a la del año previo. En 2011, el incremento de la demanda exterior neta fue el resultado del dinamismo exportador, por una parte, y del bajo tono de las compras al resto del mundo, por otra, que acusaron en mayor medida que en 2010 la debilidad de la demanda final. En los primeros meses de este año, la demanda nacional volvió a caer, mientras que la demanda exterior neta fue de nuevo positiva.

Y por el lado de la oferta todas las ramas productivas se fueron debilitando, al tiempo que la destrucción de empleo se intensificó a partir del verano

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas siguieron una trayectoria de pérdida de vigor a lo largo del año. En el sector de la construcción, donde las caídas del valor añadido fueron más intensas, como viene ocurriendo desde que se iniciara la crisis, el descenso de la actividad se localizó sobre todo en el segmento de construcción no residencial, como consecuencia del efecto sobre la obra civil de los planes de austeridad presupuestaria. La actividad industrial apenas se recuperó a pesar del buen comportamiento de las exportaciones ante la negativa evolución de la demanda nacional. Por último, las ramas de servicios, que habían mostrado una mayor resistencia ante los embates iniciales de la crisis, fueron perdiendo dinamismo a lo largo de 2011, reflejando también la extrema debilidad de algunos componentes del gasto interno, en particular del consumo de los hogares. El empleo no dio signos de recuperación en 2011, apreciándose incluso una intensificación en la senda de destrucción de empleo tras el verano, que se ha prolongado en los meses iniciales de este ejercicio.

No existen precedentes próximos de una recesión con recaída, lo que plantea importantes interrogantes sobre la capacidad de respuesta...

No existen precedentes cercanos de doble recesión en España, lo que plantea importantes interrogantes sobre la capacidad de respuesta de la economía española. Este severo episodio surge como consecuencia de la interacción de los efectos del agravamiento de la crisis de la deuda soberana con las vulnerabilidades que genera la dificultad de avanzar en los ajustes internos y con las ineficiencias en el funcionamiento de la economía, que lastran la recuperación y obstaculizan el restablecimiento de una nueva senda de crecimiento sostenido.

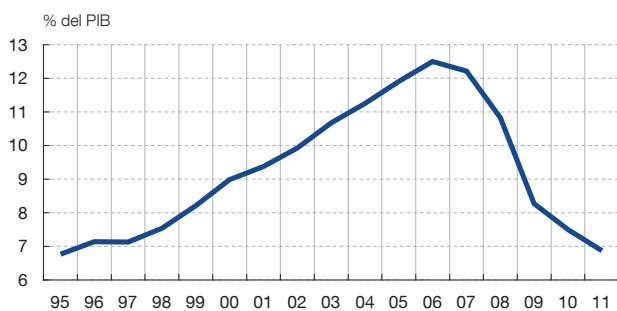
... que dependerá de la culminación del ajuste inmobiliario, la recuperación de la competitividad y del empleo, la corrección del déficit exterior, el desapalancamiento del sector privado y el saneamiento de las finanzas públicas

De hecho, la recaída en la recesión se produce en un momento en el que todavía prosigue el ajuste inmobiliario, no se ha detenido el proceso de destrucción de empleo, el sector privado se encuentra inmerso en un complicado proceso de recuperación de la competitividad y de desapalancamiento financiero, y el bancario, en otro de saneamiento, recapitalización y reestructuración, a la vez que se avanza con dificultades en un severo proceso de consolidación fiscal bajo las exigentes condiciones de un escenario de ausencia de crecimiento. Estos factores que han influido en la recaída condicionan, asimismo, la salida de esta compleja situación. La profundización en cada uno de ellos se utiliza como hilo conductor de este epígrafe.

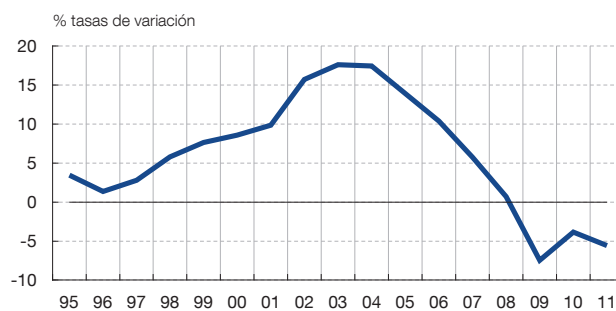
El ajuste del sector inmobiliario continuó en 2011, aunque con un impacto contractivo decreciente, mientras que la actividad del segmento de construcción no residencial retrocedió con fuerza...

El sector de la construcción sigue sujeto a un severo proceso de ajuste. El desplome del sector inmobiliario está contribuyendo a prolongar las tendencias recesivas, aunque con un impacto decreciente a medida que avanza el ajuste del sector. La debilidad del mercado inmobiliario continuó en 2011 en el contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación y débiles perspectivas de renta y riqueza. La atonía se dejó sentir tanto en la oferta, donde el número de viviendas iniciadas continuó descendiendo, como en la demanda, donde las transacciones de vivienda nueva no dieron signos de revitalización, con lo que el *stock* de viviendas sin vender apenas se redujo, al contrario de lo que cabía prever a principios del ejercicio. La caída de los precios de la vivienda se intensificó en 2011, tendencia que ha proseguido en los primeros meses de 2012 de modo que el ajuste que han acumulado desde su nivel máximo, en el primer trimestre de 2008, se cifra en un 22 % en términos nominales (27 % en términos reales), magnitud superior a la que se registró en ciclos inmobiliarios anteriores. Desde que se iniciara la crisis, la inversión en vivienda ha recortado su peso en el PIB hasta menos del 7 % en 2011 (véase gráfico 1.4).

INVERSIÓN EN VIVIENDA



PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Fomento.

... y continuará en 2012 en un entorno económico recesivo y condiciones financieras estrictas

El grueso de los efectos directos e indirectos sobre la actividad que ha desencadenado el desplome inmobiliario se produjeron en las fases iniciales de la crisis económica y financiera, pero algunos se han seguido materializando en 2011, amplificados por el efecto contractivo que ejerce el segmento de construcción no residencial. El valor añadido y el empleo del total de la construcción volvieron a contraerse, debido sobre todo al retroceso de la inversión en obra civil en el contexto de los planes de consolidación presupuestaria.

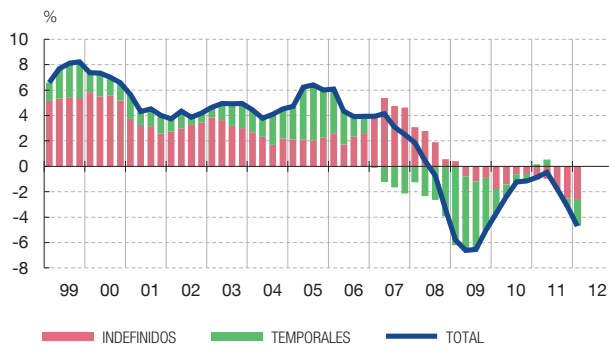
De cara al futuro inmediato, en un entorno económico de bajo crecimiento y de mantenimiento de condiciones financieras estrictas, cabe prever que la demanda residencial continúe débil, que se produzcan descensos adicionales en el precio de la vivienda y que la absorción del *stock* de viviendas sin vender se realice de forma lenta, lo que retrasará la recuperación de la inversión residencial. A su vez, el proceso de consolidación fiscal ejercerá influencias restrictivas adicionales sobre el segmento de construcción no residencial.

La destrucción de empleo se intensificó a partir del verano, agravando la profundidad de la crisis...

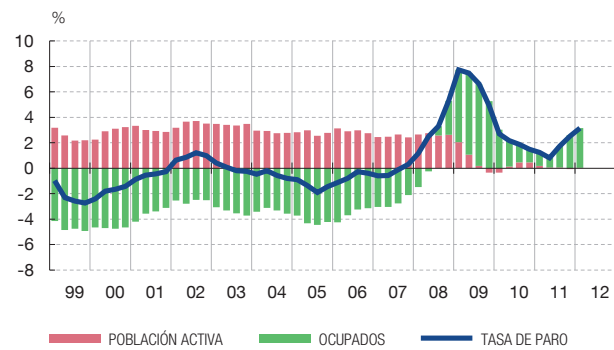
Las deficiencias en el funcionamiento del mercado de trabajo han alimentado una continuada destrucción de empleo y han agravado la profundidad de la crisis. El descenso de la ocupación se inició a comienzos de 2008 y continúa en los meses iniciales de 2012. Hasta la fecha, se ha producido una caída de más de dos millones y medio de empleos, lo que supone una pérdida acumulada en el entorno del 13% de los puestos de trabajo existentes a comienzos de 2008.

En 2011, el proceso de destrucción de empleo se intensificó a partir del verano, replicando la recaída por el lado del producto (véase gráfico 1.5). Aunque parte de este deterioro adicional del mercado laboral se explica por la intensificación de las pérdidas de puestos de trabajo en la construcción, ello no debe llevar a minusvalorar los obstáculos a los que se enfrentan el resto de ramas productivas para generar empleo y las dificultades para avanzar en la reasignación sectorial de los factores productivos, lo que resulta indicativo de los fallos en el funcionamiento de las instituciones del mercado laboral y de los mercados de productos durante la crisis. La salida de población extranjera de la oferta laboral se intensificó en 2011, lo que, sin embargo, se vio compensado por avances adicionales de la participación femenina, con lo que el nivel de la población activa se estabilizó en los niveles del año previo. El desempleo se incrementó sustancialmente en 2011 y en los meses transcurridos de 2012, finalizando el año en una cifra de más de cinco millones de parados, y la tasa de paro se elevó hasta el 24,4% de la población activa en los meses iniciales de 2012. De ellos, aproximadamente la mitad eran parados de larga duración.

ASALARIADOS  
Tasas interanuales y contribuciones



VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE PARO  
Aportaciones de la población activa y del empleo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005 y del cambio de la definición de desempleo en 2001.

... lo que en buena medida se explica por el retraso en el ajuste de los costes laborales...

Más allá de los potentes efectos arrastre sobre el empleo que ha comportado el redimensionamiento del sector de la construcción, la intensidad de los efectos de la crisis sobre el empleo se explica también por el retraso en el ajuste de los costes laborales. Pese a la severidad de la destrucción de empleo, la remuneración por asalariado para el total de la economía ha aumentado desde 2008 en un 10 %, si bien los costes laborales por unidad de producto (CLU) han descendido un 1 % debido a los elevados incrementos de productividad que se están generando como consecuencia de la caída del empleo.

... que en su componente de mercado volvieron a repuntar en 2011 por el papel preponderante de la inflación en la negociación salarial

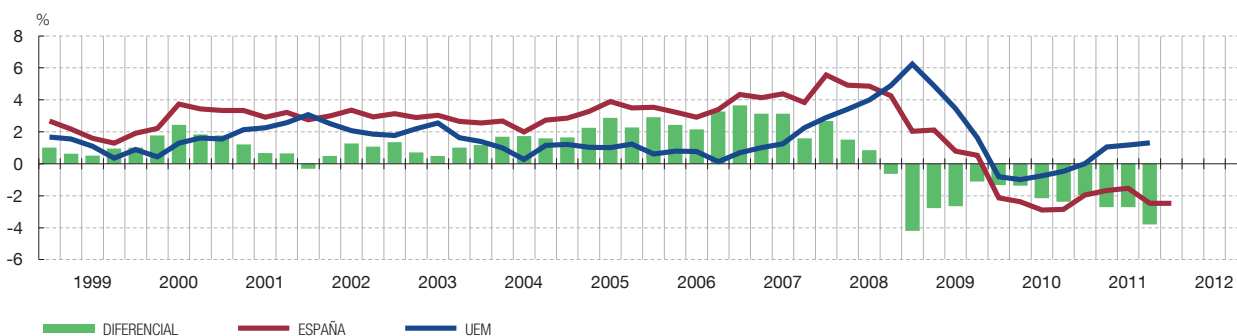
Hasta 2010, no se produjo una inflexión en la dinámica salarial, que cabe vincular en buena medida al recorte en los sueldos públicos y, en menor medida, al efecto demostración que tuvo sobre el sector privado. No obstante, los salarios en la economía de mercado repuntaron nuevamente en 2011, tras la estabilización del año previo, debido al impacto de dos de las características del sistema de negociación colectiva que introducen mayor inercia en su evolución: el papel preponderante de la inflación entre los determinantes de los aumentos salariales, amplificado por el efecto de las cláusulas de indicación salarial, y la elevada proporción de convenios plurianuales de ámbito sectorial, que dificulta su adaptación a la situación específica de las empresas. En todo caso, los CLU registraron en 2011, y en la parte transcurrida de este año, un nuevo retroceso, apoyados en los incrementos en la productividad observada, lo que permitió mejorar la posición relativa frente a los países de la UEM (véase gráfico 1.6).

El logro de mejoras permanentes en la competitividad requiere ajustes de costes y precios de mayor entidad y ganancias genuinas de productividad

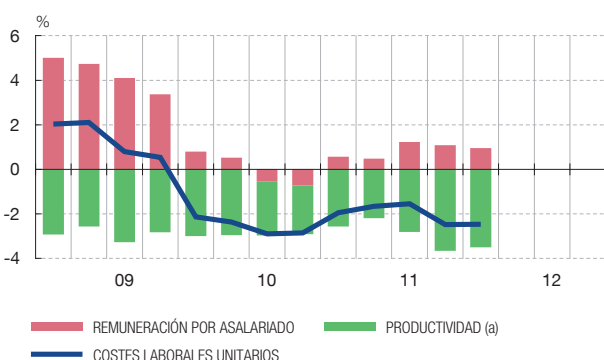
La inflación ha acusado el tono de debilidad de la actividad en estos últimos años, con incrementos de la tasa de inflación subyacente inferiores a los de la zona del euro, excepto en contadas ocasiones desde 2009 (véase gráfico 1.7). En 2011, la inflación registró una significativa moderación en los meses finales del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base de la subida del IVA en julio de 2010 y los correspondientes a la elevación de los precios del tabaco y de los precios de la energía en los meses finales de 2010, con lo que el diferencial de inflación volvió a ser favorable a la economía española, tendencia que se ha prolongado en los primeros meses de 2012 y que está ayudando a corregir los diferenciales positivos que se acumularon durante la etapa expansiva.

No obstante, también en este caso, el ajuste de precios ha sido claramente insuficiente para recuperar la competitividad perdida desde nuestro ingreso en la UEM y para compensar,

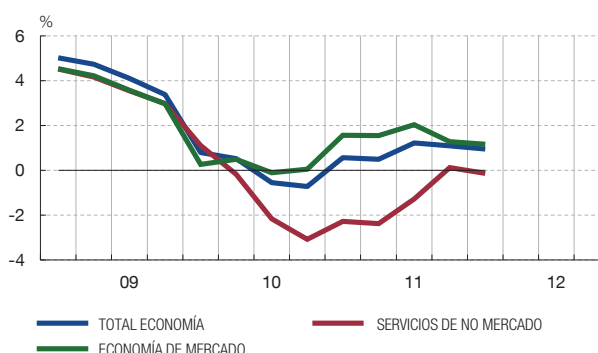
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM  
Tasas interanuales



COSTES LABORALES UNITARIOS  
Tasas interanuales



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO  
Tasas interanuales

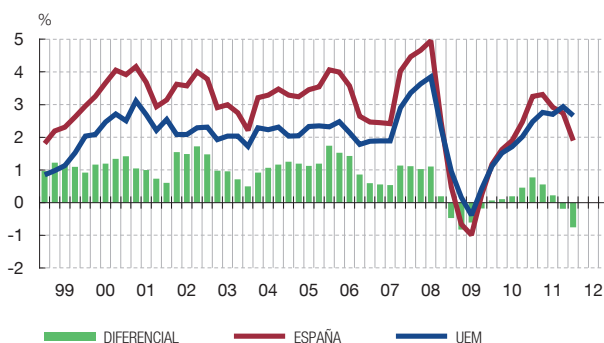


FUENTES: Eurostat y Banco de España.

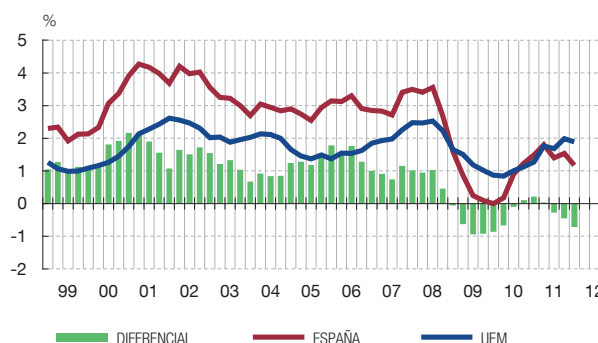
a Tasas interanuales cambiadas de signo.

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA CON LA UEM

ÍNDICE GENERAL  
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL SIN ENERGÍA  
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

mediante un impulso exportador más potente, la tendencia recesiva de la demanda interna. De hecho, el tipo de cambio efectivo real frente a los países de la zona del euro se ha apreciado moderadamente cuando se computa en términos de los precios de consumo, lo que contrasta con la ganancia de competitividad que propiciaron los ajustes cambiarios en recesiones anteriores, cuando se disponía del tipo de cambio como instrumento de



política económica. El ajuste del tipo de cambio real ha sido mayor en términos de los CLU (se ha depreciado algo más de un 5%), aunque ello se ha producido, mayoritariamente, por los incrementos de productividad que ha generado la intensa destrucción de empleo. Aunque este proceso ha podido inducir ganancias de eficiencia en sectores y empresas que habían alcanzado una dimensión excesiva o no se habían adaptado a las crecientes exigencias competitivas, en un contexto de laxitud financiera y de fuerte dinamismo del gasto, una porción relevante de los incrementos de la productividad aparente refleja únicamente la intensidad de la contracción de empleo y no responde a mejoras genuinas de eficiencia productiva, que son las relevantes para lograr incrementos permanentes de la competitividad. Estos desarrollos ponen de manifiesto el lento, costoso e imperfecto funcionamiento del canal de la competitividad, que es la pieza más importante para realizar los ajustes dentro de una unión monetaria cuando, como es el caso, la economía se encuentra en una situación de sobreendeudamiento.

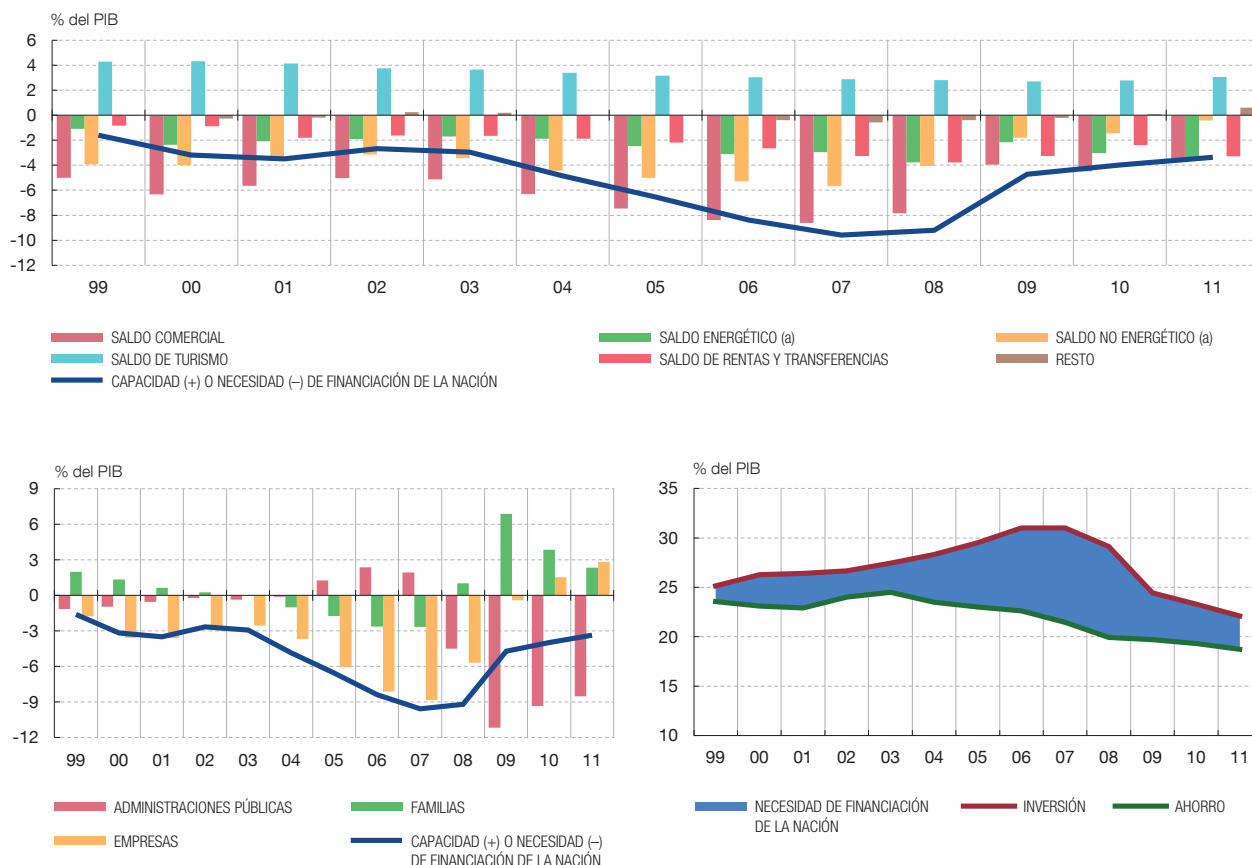
El déficit de cuenta corriente ha disminuido significativamente, pero ha encontrado dos elementos de resistencia que condicionan su pauta de ajuste en el futuro

Desde 2007, el déficit exterior se ha corregido sustancialmente, pues ha pasado de representar un 10% del PIB en 2007 a un 3,4% del PIB en 2011. Esta disminución del déficit se ha basado en el avance de las exportaciones y en una acusada debilidad de las importaciones que refleja la contracción de la demanda interna, mientras que el ajuste del tipo de cambio efectivo real ha sido moderado. La corrección del desequilibrio exterior ha encontrado dos elementos de resistencia que seguirán condicionando su pauta de ajuste en el horizonte más inmediato. De una parte, el saldo fuertemente deficitario de la balanza energética, que refleja la gran dependencia de la estructura productiva y del gasto interno respecto a las importaciones energéticas, y cuyo impacto negativo sobre la cuenta corriente se amplía en situaciones de incrementos sostenidos en los precios de la energía. De otra, la elevada magnitud del componente de pagos netos por rentas de inversión, que ha traído recursos por un importe equivalente al 2,6% del PIB en 2011 (véase gráfico 1.8) y que está estrechamente vinculado al nivel que ha alcanzado la Posición de Inversión Internacional (PII), que se analiza con más detalle en el recuadro 6.2 de este Informe.

La previsible persistencia de ambos desarrollos representa un lastre para reducir de forma permanente las necesidades de financiación exterior y subraya la importancia de las reformas que puedan contribuir a mitigarla mediante el impulso de las ganancias de competitividad que favorezcan ajustes más rápidos del tipo de cambio real. Solo de este modo se podrá alcanzar un descenso en las necesidades de financiación y una reversión de la trayectoria ascendente de la PII que perduren una vez que se haya agotado el efecto reductor sobre el déficit de la previsible debilidad del gasto interno. La necesidad de financiación exterior se ha convertido en un importante factor de vulnerabilidad de la economía española ante la crisis. La erosión de la confianza en el euro y el bloqueo de los mercados de financiación mayorista han creado problemas más acuciantes a aquellos países con mayor dependencia del ahorro externo.

La reducción del endeudamiento avanza lentamente, en línea con los patrones habituales en situaciones de crisis inmobiliaria y financiera

El elevado nivel de endeudamiento frente al exterior en que se tradujo el fuerte dinamismo de un gasto interno financiado en buena medida por ahorro externo no es ajeno a la excesiva holgura de las condiciones de financiación vigentes durante la fase expansiva de la economía española, que alimentaron una elevada acumulación de deuda por parte de las empresas y las familias, así como un sobredimensionamiento de nuestro sistema bancario y un sesgo de su balance hacia los riesgos de naturaleza inmobiliaria. La necesidad de corregir estos desequilibrios entorpece la recuperación de la economía, ya que estrecha los márgenes disponibles para incrementar la inversión y el consumo sobre la base del recurso a la financiación ajena, haciendo depender estrechamente las posibilidades de expansión de la generación interna de recursos que estén disponibles para la financiación del gasto.



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

a El saldo energético y el no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

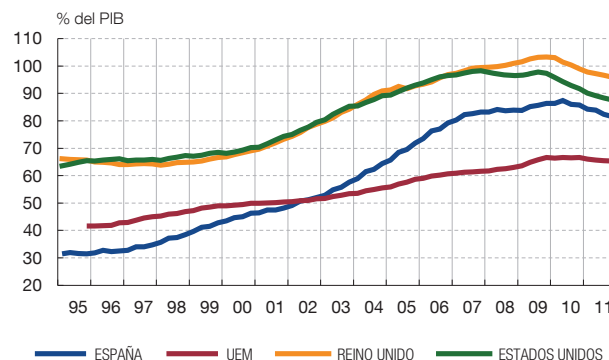
El recurso al crédito se ha visto especialmente constreñido como consecuencia de la crisis de la deuda soberana europea y sus negativas repercusiones sobre las condiciones de financiación de la economía española. Dado su papel como mercado de referencia, las elevadas primas de riesgo soberano se han traducido en un endurecimiento generalizado de las condiciones de acceso a los fondos de los intermediarios financieros españoles, que, a su vez, se están trasladando de forma progresiva a las de las familias y las empresas. Esta traslación parece haber discurrido tanto por la vía de un mayor coste de los préstamos como por la de las restricciones cuantitativas, aunque las entidades han podido explotar, hasta muy recientemente, los colchones que ha proporcionado el recurso más intenso a los depósitos (que experimentaron una expansión continuada hasta mediados del pasado año) y a la financiación a corto plazo en el mercado de *repos*. Las válvulas de escape de las restricciones cuantitativas, sin embargo, han ido ofreciendo márgenes de maniobra cada vez más limitados. En todo caso, han aparecido fricciones y fallos de mercado que han afectado de manera singular a la accesibilidad a los préstamos de algunos sectores particularmente expuestos, por razones coyunturales o estructurales, a la crisis, como es el caso de las pymes.

La experiencia histórica muestra que, en contextos de crisis inmobiliarias y financieras, el desendeudamiento de las empresas y las familias suele ser un proceso lento, que pasa necesariamente por una primera fase relativamente dilatada de contención del

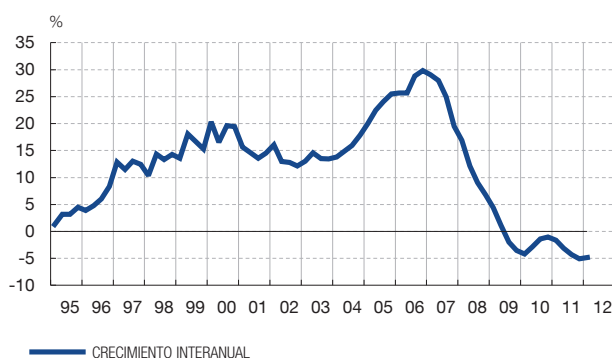
CRÉDITO A HOGARES



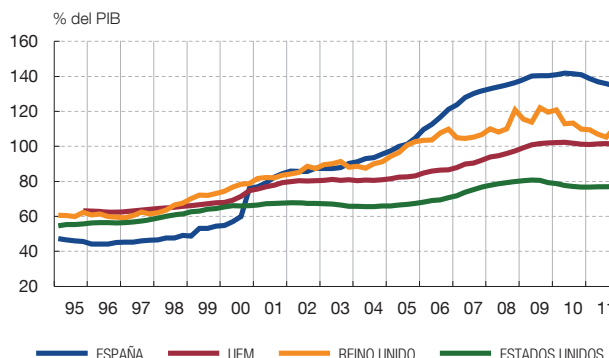
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, Reserva Federal, UK Office National Statistic y Banco de España.

a La deuda de las sociedades no financieras incluye el crédito interempresarial.

crédito. En el episodio actual, además, las restricciones que persisten en los mercados financieros internacionales mayoristas dificultan que el desapalancamiento del sistema financiero pueda pivotar fundamentalmente sobre el aumento del capital sin afectar de alguna manera a la concesión de préstamos. El patrón de desapalancamiento que está siguiendo el sector privado español se ajusta hasta ahora a este perfil histórico: en 2011, el crédito al sector privado no financiero se contrajo a una tasa en el entorno del 4%, si bien se observaron diferencias sectoriales importantes en el comportamiento de esta variable (véase gráfico 1.9). En el caso de los hogares, se registró a una tasa próxima al -2,5% —el ritmo de contracción ha sido algo más vivo en la primera parte de este año—, mientras que el concedido a las sociedades no financieras lo ha hecho a una velocidad en el entorno del 4%, que se ha mantenido relativamente estable desde entonces. La concentración de los pasivos de las familias en hipotecas con plazos de vencimiento notablemente dilatados ayuda a explicar su menor velocidad de ajuste. Asimismo, dentro de las empresas, la contracción fue más acusada en aquellos sectores de actividad en los que, como en la construcción y la promoción inmobiliaria, la acumulación previa de deudas fue mayor y en los que el propio nivel de actividad estaba sobredimensionado. El ajuste necesario es, sin embargo, menor en el caso de las grandes sociedades que han utilizado una parte importante de los recursos captados para extender y diversificar su negocio internacionalmente y cuya rentabilidad depende en menor medida de la situación cíclica de la economía española.

El necesario saneamiento de las finanzas públicas está ejerciendo efectos contractivos a corto plazo y su ejecución condicionará la pauta de salida de la crisis

El desarrollo de los planes de consolidación presupuestaria es uno de los condicionantes fundamentales de la pauta de salida de la recesión. El plan de ajuste fiscal que se había aprobado en 2010 y validado en los Presupuestos Generales del Estado para 2011 incidía, sobre todo, en el gasto público —salarios y empleo público e inversión pública—, aunque también comportaba la eliminación de algunas deducciones fiscales que habían estado en vigor en los años de recesión, así como ciertos incrementos impositivos. La finalidad del plan resultaba, en principio, coherente con la imperiosa necesidad de enderezar la trayectoria a medio plazo de las finanzas públicas, si bien habría de generar efectos contractivos a corto plazo, tanto por el efecto directo de la actuación de las AAPP sobre la actividad (consumo público e inversión pública) como por el efecto indirecto sobre la renta disponible de las familias, que vieron como, por segundo año consecutivo, el componente público de transferencias netas se reducía.

No obstante, los resultados fiscales no se ajustaron a lo previsto y la desviación presupuestaria fue elevada. El análisis de los factores que subyacen a esta desviación y de las dificultades a las que se enfrenta la reconducción de las finanzas públicas a la senda de ajuste que establece el Programa de Estabilidad se inserta de lleno en el tratamiento de los retos a los que se enfrenta la política económica para superar la crisis, por lo que se aborda con profundidad en el siguiente epígrafe dedicado a este tema.

#### 4 Las políticas para la superación de la crisis

La economía española sigue mostrando factores de vulnerabilidad pese al avance en la corrección de los desequilibrios

En el transcurso de los tres últimos años, la economía española ha avanzado en la corrección de algunos de los desequilibrios macroeconómicos acumulados, aunque con ritmo desigual e insuficiente, como se ha puesto de manifiesto en el epígrafe anterior. Pese a ello, sigue mostrando factores de vulnerabilidad que son el resultado, como ya se ha dicho, de la interacción entre la prolongada situación de debilidad económica y algunos rasgos del marco institucional que han tendido a amplificar el impacto de las perturbaciones.

La superación de la crisis y la necesaria protección de la economía española ante posibles perturbaciones externas requieren una política económica firmemente anclada en una orientación de medio plazo que permita culminar la corrección de los desequilibrios macroeconómicos que aún persisten y profundizar en el saneamiento de todos los sectores (empresas, hogares, Administraciones Públicas y entidades financieras) y en la reforma de las disfuncionalidades institucionales que se han hecho patentes en numerosas parcelas de la economía, aun cuando las medidas concretas necesarias puedan tener algún efecto contractivo a corto plazo. A partir del diagnóstico trazado, una orientación de este tipo requiere que la agenda de política económica se articule, como lo viene haciendo, en torno a los siguientes tres pilares: la reestructuración de las entidades de crédito, la culminación de un proceso de consolidación fiscal ambicioso y el avance en las reformas estructurales, entre las que destaca por su alta prioridad la del mercado de trabajo.

El proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero es imprescindible para recuperar la confianza y normalizar la financiación de la economía

En un contexto como el actual, cualquier síntoma de debilidad en el sistema financiero conlleva un riesgo elevado de desatar tensiones en el mercado de deuda y poner en marcha mecanismos perversos de retroalimentación de las mismas. Para prevenir la materialización de estos riesgos es necesario restaurar la plena confianza de los inversores en el sistema financiero español. Por otra parte, de su solidez dependerá también que la recuperación de la economía pueda financiarse de manera eficiente, permitiendo que el necesario desapalancamiento de la economía sea compatible con la disponibilidad de crédito para los proyectos solventes.

El saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español se inició en 2009. Desde entonces, sus objetivos se han ido ajustando de manera gradual al deterioro

A lo largo de 2011 y de los primeros meses de 2012, continuó el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, cuyos parámetros básicos han tenido que ajustarse a los requerimientos de un nuevo escenario económico y financiero más deteriorado tanto en España como en el resto del área del euro.

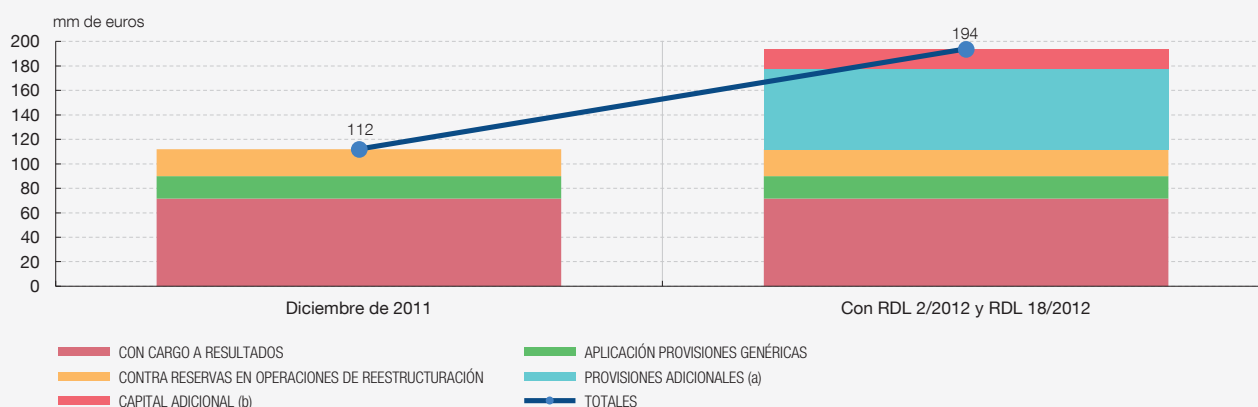
El 18 de febrero de 2011, el Gobierno aprobó el RDL 2/2011, que aumentó el nivel mínimo exigible de capital de las entidades, con el fin de reforzar la solidez del sistema financiero y de contribuir a recuperar la confianza de los inversores, que se había visto mermada tras el rebrote de las tensiones financieras a raíz de la crisis irlandesa en el otoño de 2010. Concretamente, se introdujo un nuevo coeficiente de solvencia que se debía cumplir manteniendo un capital principal<sup>1</sup> de, al menos, un 8 % de los activos ponderados por riesgo, elevándolo hasta el 10 % para aquellas entidades en las que el peso relativo de la financiación procedente de los

mercados mayoristas superara el 20 % y que no tuvieran colocado entre terceros al menos un 20 % de su capital. Asimismo, se reformó el funcionamiento del FROB para permitir que, bajo determinadas condiciones<sup>2</sup>, aportara el capital necesario a las entidades que no pudieran obtenerlo en los mercados. La norma establecía un calendario para su cumplimiento cuya fecha límite era el 30 de septiembre. El resultado final de su aplicación puede resumirse en estas cifras: 13 de las 114 entidades registradas necesitaron elevar su capital por un importe total de 13.389 millones de euros, 9 de ellas lo hicieron recurriendo a inversores privados por un total de 5.838 millones, 3 han requerido el apoyo del FROB por 4.751 millones<sup>3</sup> y 1 entidad fue intervenida y posteriormente

1 Su definición de recursos propios básicos es más estricta que la anterior, ya que elimina algunos elementos como participaciones preferentes (excepto las convertibles hasta 2014) y acciones sin voto, e incluye los instrumentos computables suscritos por el FROB.

2 Obligatoriedad de vender los títulos antes de cinco años, necesidad de aportar un plan de recapitalización al Banco de España, incorporación del FROB al consejo de administración y, si se trata de cajas de ahorros o SIP, obligatoriedad de transferir todo el negocio financiero a un banco usando los mecanismos previstos en el RDL 11/2010.  
3 Posteriormente, la operación de Unnim ha exigido un incremento adicional de capital de 380 millones de euros mediante la conversión en acciones de las participaciones preferentes que estaban en poder del FROB como resultado de la anterior fase de de integración.

SANEAMIENTOS EFECTUADOS DESDE ENERO DE 2008 Y ESTIMACIÓN DE LOS EXIGIDOS POR EL RDL 2/2012 Y RDL 18/2012



RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE INTEGRACIÓN, CAPITALIZACIÓN E INTERVENCIONES PARA EL SANEAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO (MAYO DE 2012) (c)

	Fase integración		Fase recapitalización		Reestructuración entidades no viables		Total
	N.º procesos	Ayudas millones de €	N.º procesos	Ayudas millones de €	N.º procesos	Ayudas millones de €	
FROB	7	9.294 (d)	2	4.183 (e)	2	392 (f)	13.869
FGD (g)					2	6.203	6.203
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>9.294</b>	<b>2</b>	<b>4.183</b>	<b>4</b>	<b>6.595</b>	<b>20.072</b>

FUENTE: Banco de España.

a Esta cifra se basa en la estimación provisional que el Ministerio de Economía y Competitividad ha realizado de las necesidades derivadas del RDL 18/2012.  
b No serían provisiones, sino mayores exigencias de capital.  
c No incluye las necesidades adicionales de capital derivadas del plan de saneamiento presentado por BFA-Bankia a finales de mayo de 2012.  
d Instrumentadas mediante participaciones preferentes convertibles en acciones suscritas por el FROB. No incluye la operación de Unnim, por valor de 380 millones, ya que esos títulos, que se habían convertido en acciones en el proceso de recapitalización, han sido transferidos tras su venta al BBVA. Incluye 4.465 millones correspondientes a BFA-Bankia que van a ser convertidos en acciones.  
e No incluye los 568 millones correspondientes a la compra de acciones de Unnim por el FROB, ya que se han transferido tras su venta al BBVA.  
f Coste estimado del esquema de protección de activos de la operación de Cajasur.  
g Acciones ordinarias adquiridas por el FGD en la operación de CAM y asunción de pérdidas en la venta de Unnim. No se incluye el posible coste de los esquemas de protección de activos prestados en esas operaciones.

subastada, aportando el FGD los 5.250 millones de capital necesario<sup>4</sup>. Adicionalmente, hay que señalar que la práctica totalidad de la actividad financiera de las cajas de ahorros fue transferida a entidades bancarias.

Uno de los primeros efectos de esta norma sobre la solvencia de las entidades españolas se pudo comprobar en la segunda prueba de resistencia llevada a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), cuyos resultados se publicaron en julio de 2011. Así, como resultado del ejercicio, las entidades españolas no precisaron aumentos de capital adicionales, pese a que los criterios aplicados fueron más exigentes que los de 2010 y que, una vez más, el grado de cobertura alcanzado en España, 93 % de los activos totales, fue muy superior al mínimo del 50 % exigido por la EBA.

No obstante, el agravamiento de la crisis de la deuda soberana durante el verano de 2011, que adquirió un carácter sistémico, llevó a las autoridades comunitarias a adoptar un plan de recapitalización para los bancos de mayor tamaño, que afectó a cinco entidades españolas. Concretamente, se estableció un colchón extraordinario de capital con carácter temporal, hasta que se resuelvan los problemas de confianza en los mercados, que estaba ligado a las pérdidas estimadas de la cartera de deuda soberana de acuerdo con los precios de mercado, y un aumento, también transitorio, de la ratio de *tier 1*<sup>5</sup> hasta el 9 %. El cálculo de las nuevas exigencias, que se efectuó basándose en los datos de septiembre de 2011, reflejó unas necesidades adicionales para las entidades españolas de 26.170 millones, a cubrir en junio de este año. Por otro lado, se procedió a unificar los tres fondos previamente existentes en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, fortaleciendo, además, su capacidad de actuación para reforzar la solvencia y el buen funcionamiento de las entidades.

Pese a todas esas actuaciones, el deterioro de la situación económica en España y las dificultades para completar el proceso de revisión de la gobernanza europea contribuyeron a mantener los problemas de confianza en el sistema financiero español, que siguió enfrentándose a importantes dificultades para acceder a la financiación mayorista. Una parte no despreciable de esas dificultades continuaba estando vinculada a la elevada exposición del sector a los activos relacionados con la promoción inmobiliaria y a las dudas sobre su valoración, especialmente en aquellos casos, como en los créditos ligados al suelo o a las promociones en curso, en los que, por su menor liquidez, resultaba más complicado obtener un precio de mercado. Para tratar de eliminar esta fuente de incertidumbre, el Gobierno aprobó en febrero y en mayo de 2012 el RDL 2/2012 y el RDL 18/2012, que establecen un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a activos inmobiliarios. El primero incluye, además, otras medidas diversas, tales como incentivos para las operaciones de consolidación, mejora de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración, simplificación de la estructura organizativa y operacional, regulación de la disposición de excedentes en las cajas de ahorros que ejercen su actividad indirectamente y limitacio-

nes a la retribución de los administradores y directivos de entidades con ayudas del FROB. Asimismo, en el RDL de mayo, se introduce la obligación de aportar a una sociedad anónima, distinta de la entidad, los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas vinculados al sector inmobiliario para su gestión y venta. Asimismo, en esa misma fecha, el Gobierno encargó al Ministerio de Economía y Competitividad la encomienda de dos informes de valoración externos e independientes sobre el grado de saneamiento de los balances bancarios.

En ese contexto, el 21 de mayo el Ministerio y el Banco de España acordaron la contratación de Roland Berger y Oliver Wyman como evaluadores independientes para realizar en el plazo de un mes una valoración de los balances del sistema financiero español. En una segunda etapa, empresas auditoras, que en el momento de redactar este Informe no habían sido seleccionadas aún, realizarán un trabajo de campo sobre la calidad de los procedimientos de reconocimiento y dotación de provisiones por insolvencia que llevará más tiempo.

Las nuevas medidas sobre saneamientos establecen un incremento de las provisiones específicas y de las genéricas<sup>6</sup> y, en el caso de activos clasificados como problemáticos relacionados con el suelo y promociones en curso<sup>7</sup>, la exigencia de un colchón de capital que cubra las potenciales pérdidas asociadas a ellos. Se alcanzarían, de este modo, unos niveles de cobertura del total de la cartera de activos relacionados con la promoción inmobiliaria del 45 % de su importe total<sup>8</sup>, que sería del 53 % en el caso de los clasificados como problemáticos, y dentro de estos llegaría al 80 % en el caso del suelo y al 65 % en el de las promociones en curso. En el gráfico adjunto se muestra un desglose de las estimaciones iniciales de saneamientos adicionales y de aumento del capital que supondrá la aplicación de estas normas, unos 82.000 millones de euros<sup>9</sup>, incrementando notablemente el volumen de los efectuados entre 2008 y finales de 2011 (112.000 millones).

El RDL de febrero daba a las entidades un plazo hasta el 31 de marzo para presentar sus planes para cumplir con los nuevos requerimientos. El 17 de abril, una vez revisados los planes presentados por las entidades, el Banco de España constató que la mayoría de ellas había realizado ya ese primer esfuerzo adicional de saneamiento y recapitalización o estaba en disposición de llevarlo a cabo sin grandes dificultades. En otras, el cumplimiento previsto tendría lugar de una manera más ajustada, aunque con posibilidades razonables de alcanzarse. En estos últimos casos, el Banco de España exigió

4 Posteriormente, el FROB intervino otra entidad.

5 Es el capital básico formado por acciones ordinarias y reservas, aunque incluye otros instrumentos de capital que provengan de ayudas públicas.

6 En las específicas, se incrementan los porcentajes de la CBE 4/2004 y se añaden algunos conceptos y, en la genérica, se introducen dotaciones adicionales sobre el saldo de las exposiciones inmobiliarias clasificadas como normales, que suponen, en conjunto, un 30 % del citado saldo.

7 Afectaría tanto a los activos ya adjudicados como a financiaciones respaldadas por estos activos y se exigiría cubrir con capital las provisiones ya constituidas sobre estos elementos hasta completar la cobertura exigida del 80 % y 65 % de su valor.

8 Resultado de la suma del saldo vivo de las financiaciones concedidas y el valor de entrada en los balances de los activos adjudicados en pago de deudas.

9 Esta cifra se basa en la estimación provisional que el Ministerio de Economía y Competitividad ha realizado de las necesidades derivadas del RDL 18/2012.



medidas adicionales a las inicialmente propuestas, así como otras de contingencia para hacer frente a eventuales desviaciones, al tiempo que el cumplimiento de los planes será vigilado de forma más estrecha. Cabe señalar también que, del total de las entidades, 27 (12 de ellas, cooperativas de crédito) informaron de una posible participación en operaciones de fusión o adquisición que, de materializarse, traerían consigo un margen temporal ligeramente más dilatado para cumplir con los nuevos requerimientos. Aunque la norma lo contemplaba, ninguna entidad solicitó entonces la intervención del FROB. A comienzos de mayo, la cuarta entidad financiera del país por dimensión solicitó la conversión de participaciones preferentes suscritas previamente por el FROB en acciones ordinarias, de manera que este último pasará a ostentar un porcentaje muy significativo de su capital. Posteriormente, esa misma entidad acordó pedir al FROB la suscripción de una ampliación de capital adicional por un importe de 19.000 millones de euros, en el contexto de un nuevo plan de saneamiento.

De acuerdo con el RDL de mayo, las entidades tienen hasta el 11 de junio para presentar los nuevos planes con los que cumplir con los requisitos adicionales de provisiones. Aquellas que lo necesiten, a juicio de la entidad o del propio BE, podrán contar con el apoyo financiero del FROB, bien sea en forma de acciones ordinarias, o de títulos convertibles en acciones, en condiciones de mercado.

En paralelo a estas medidas, el proceso de reestructuración del sector bancario siguió su curso en 2011 y la parte transcurrida de 2012, culminándose las operaciones de fusión iniciadas en 2010, acometiéndose otras nuevas e implementándose el cambio en el modelo jurídico de organización de las cajas de ahorros, que ha

llevado a que la práctica totalidad de las instituciones afectadas trasladen su actividad financiera a un banco (alrededor del 99 % de los activos ponderados por riesgo del subsector). El balance de este proceso muestra que, en mayo de 2012, las 45 cajas preexistentes se habían transformado en 11 entidades<sup>10</sup>, concentrando este subsector todas las ayudas recibidas, que, tal como se observa en el cuadro adjunto, ascendieron a 9.294 millones de euros en la fase de integración. Con los 4.183 millones utilizados en la recapitalización y los 6.595 millones en las operaciones de entidades no viables<sup>11</sup>, se obtiene un volumen total de ayudas de 20.072 millones de euros (13.869 millones aportados por el FROB y 6.203 millones por el FGD)<sup>12</sup>.

Estos desarrollos han venido acompañados, en las entidades fusionadas, de una reducción media, para el total de entidades de depósito nacionales, de alrededor del 11 % en las plantillas y del 13 % en el número de oficinas, en el período comprendido entre diciembre de 2008 y diciembre de 2011. Además, en todas las cajas de ahorros se ha llevado a cabo una renovación de los equipos directivos, tanto voluntaria como obligada, por la entrada de inversores públicos o privados.

10 Se incluyen las integraciones de Caja3 con Ibercaja y de CEISS con Unicaja.

11 Estas cifras recogen el resultado de la integración de Unnim con el BBVA, que ha supuesto la salida del FROB de todos los títulos adquiridos en las fases de integración y recapitalización, 380 millones de euros y 568 millones de euros, que suponían el 100 % del capital y que han sido transferidos al BBVA por 1 euro, asumiendo el FGD las pérdidas de esa operación, estimadas en 953 millones de euros.

12 Estas cifras no incluyen las necesidades adicionales de capital derivados del plan de saneamiento presentado por BFA-Bankia a finales de mayo de 2012.

producido en las condiciones económicas y de mercado, que ha ido aumentando la magnitud de los problemas y reducido el margen disponible para resolverlos. En el recuadro 1.2 se describen con mayor detalle las medidas adoptadas a lo largo de 2011 y en la parte transcurrida de este año, que han ido adaptando el proceso de reforma financiera a los requerimientos de una realidad cambiante, que, en mayo de este año, proporcionó un episodio singular de tensión, ligado a la conversión en acciones ordinarias de los fondos previamente concedidos por el FROB a la cuarta entidad financiera —por dimensión— del país. Los cambios introducidos han estado encaminados, fundamentalmente, a fortalecer los balances de las entidades por la doble vía del capital y las provisiones, a aquilatar la dimensión del sector al nuevo escenario económico y a resolver los problemas de gobernanza y de estructura de propiedad que lastraban el funcionamiento de una parte del sistema.

En el corto plazo, no obstante, esta aproximación general al saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema tendrá, seguramente, que continuar complementándose con políticas puntuales de apoyo a determinadas modalidades de financiación que permitan corregir los fallos de mercado cuyos efectos tienden a ser más acusados en momentos de gran tensión como los actuales y que pueden restringir el acceso al crédito de agentes solventes cuya calidad crediticia, sin embargo, resulta particularmente difícil de evaluar. Mención especial, en este contexto, merece el apoyo a las pymes, canalizado

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>DEMANDA Y PRODUCTO (b)</b>						
Producto interior bruto	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7
Consumo privado	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1
Consumo público	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2
Formación bruta de capital	8,0	4,2	-4,2	-16,5	-6,1	-5,2
Inversión en equipo	8,2	10,2	-2,9	-22,3	5,1	1,4
Inversión en construcción	6,7	2,4	-5,8	-15,4	-10,1	-8,1
Vivienda	6,6	1,4	-9,1	-22,1	-9,9	-4,9
Otras construcciones	6,8	3,6	-1,6	-7,6	-10,4	-11,2
Exportación de bienes y servicios	6,7	6,7	-1,0	-10,4	13,5	9,0
Importación de bienes y servicios	10,2	8,0	-5,2	-17,2	8,9	-0,1
<b>EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)</b>						
Empleo total	3,5	3,0	-0,2	-6,5	-2,6	-2,0
Tasa de ocupación (d)	65,7	66,6	65,3	60,6	59,4	58,5
Tasa de paro	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6
Remuneración por asalariado	3,9	4,7	6,1	4,3	0,0	0,8
Costes laborales unitarios	3,3	4,2	4,9	1,4	-2,6	-1,9
Deflactor del PIB	4,1	3,3	2,4	0,1	0,4	1,4
Índice de precios de consumo (dic-dic)	2,7	4,2	1,4	0,8	3,0	2,4
Índice de precios de consumo (media anual)	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,4	0,7	0,9	-0,5	0,4	0,3
<b>AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)</b>						
Ahorro de los sectores residentes (f)	22,6	21,4	19,9	19,7	19,3	18,7
Administraciones Públicas (f)	6,0	6,0	-0,3	-6,6	-5,4	-5,8
Inversión de los sectores residentes	31,0	31,0	29,1	24,4	23,3	22,1
Administraciones Públicas	3,6	4,1	4,2	4,6	3,9	2,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-8,4	-9,6	-9,2	-4,7	-4,0	-3,4
Administraciones Públicas	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	39,7	36,3	40,2	53,9	61,2	68,5
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)</b>						
Tipo de intervención semanal del BCE	2,8	3,9	3,9	1,2	1,0	1,3
Tipo de la deuda pública a diez años	3,8	4,3	4,4	4,0	4,2	5,4
Tipo sintético del crédito bancario	4,6	5,7	6,2	3,8	3,3	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base dic 1985 = 100)	1.324,0	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,8	101,9	103,3	103,4	101,9	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	111,8	115,8	119,1	116,2	112,3	108,8
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	110,3	113,6	115,0	111,7	109,4	106,3
Medios de pago	11,3	-3,2	-3,3	8,5	-0,2	-1,6
Activos líquidos (j)	8,4	8,3	9,7	0,8	3,2	0,1
Financiación total de las familias	19,6	12,5	4,4	-0,3	0,2	-2,4
Financiación total de las empresas no financieras	28,0	17,7	8,2	-1,4	0,6	-1,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2008.

b Índices de volumen. Tasas de variación.

c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles en porcentajes del PIB.

f Incluye transferencias netas de capital recibidas.

g Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

h Base I TR 1999 = 100.

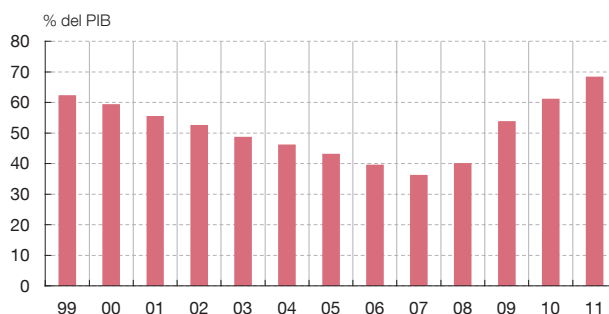
i Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

j Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.

DÉFICIT DE LAS AAPP



DEUDA DE LAS AAPP



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

fundamentalmente a través del ICO. No debe olvidarse, en todo caso, que ni el ICO ni, en general, este tipo de políticas singulares pueden suplir el papel de un sistema financiero sólido en la asignación eficiente de los recursos financieros en una economía.

En 2011 se produjo un desbordamiento sustancial de las cifras de déficit respecto a lo proyectado...

En el plano presupuestario, las medidas adoptadas en 2010 y 2011 perseguían, por una parte, asegurar el cumplimiento de los objetivos que establecía el Programa de Estabilidad y, por otra, reforzar el marco fiscal y mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En relación con el primero de estos objetivos, las actuaciones presupuestarias se centraron en ejecutar el plan de ajuste que se había diseñado en mayo de 2010 y completado posteriormente por los Presupuestos Generales del Estado para 2011. Este plan se había definido sobre un escenario de cierta recuperación de la actividad, que posteriormente se revelaría demasiado benigno, y pretendía reducir el déficit público desde un nivel del 9,2% del PIB en 2010 hasta el 6% del PIB en 2011, cifras que comportaban una reducción del déficit estructural de 3,1 pp (del 7,8% al 4,7%)<sup>1</sup> (véase gráfico 1.10). La ambición del plan se hacía descansar principalmente en recortes de gasto público y abarcaba a todas las Administraciones. Suscitaba, no obstante, incertidumbres sobre su cumplimiento efectivo tanto por la inercia de determinadas partidas de gasto como por el comportamiento de las AATT, cuyo esfuerzo presupuestario apenas se había reflejado en las cifras correspondientes a 2010.

A partir del verano empezó a percibirse un riesgo de desviación respecto de los objetivos programados para el conjunto de las AAPP, lo que obligó a la adopción, en agosto de 2011, de medidas adicionales de consolidación fiscal, con un impacto fiscal estimado de 0,5 pp del PIB. Pese a ello, el deterioro de la posición cíclica en los meses finales del ejercicio lastró aún más la recaudación tributaria y los ingresos por cotizaciones sociales, lo que impidió el logro del objetivo de déficit para ese año.

De hecho, en 2011 se produjo un desbordamiento sustancial de las cifras de déficit de las AAPP respecto a lo proyectado, que se situó en el 8,9% del PIB, cifra que representa una desviación de 2,9 pp en relación con el objetivo establecido en el Programa de Estabilidad. Todas las Administraciones tuvieron un déficit superior al previsto, pero la mayor

<sup>1</sup> Este objetivo se enmarcaba en una trayectoria de corrección del déficit que, de acuerdo con el Procedimiento de déficit excesivo al que estaban sometidas las cuentas públicas españolas, debería situar el déficit público en 2013 en el 3% del PIB y exigía una disminución del saldo estructural de 1,5 pp en el promedio 2010-2013.

desviación se produjo en las CCAA, donde ascendió a 2 pp, lo que ha afectado a la credibilidad de las proyecciones presupuestarias y ha incrementado la magnitud del esfuerzo de consolidación presupuestaria todavía pendiente.

... confirmando la dificultad de lograr ajustes efectivos en situaciones cíclicas adversas...

Estos resultados permiten extraer algunas lecciones sobre los procesos severos de consolidación fiscal en situaciones cíclicas adversas y en un marco de descentralización fiscal como el que prevalece en España. La propia debilidad cíclica ha lastrado la recaudación tributaria. La composición de la actividad en 2011 ha podido influir en este resultado al estar muy sesgada hacia las exportaciones, cuyo impacto en la recaudación es menor, pero las desviaciones indican que las previsiones de recaudación eran, por lo general, elevadas incluso para el escenario macroeconómico proyectado. Dentro de los ingresos, destaca la caída de la recaudación de impuestos indirectos, en particular de los especiales y del impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, vinculado a la actividad inmobiliaria. En cambio, el gasto público se contrajo en una magnitud similar a la que establecía el Programa de Estabilidad, debido a que la infraejecución de la inversión pública compensó las desviaciones al alza en el capítulo de intereses.

... y la existencia de importantes fallos en el diseño institucional para el seguimiento, alerta temprana y control presupuestario, sobre todo en el ámbito de las CCAA

La desviación presupuestaria en 2011 ha revelado la existencia de importantes fallos en el diseño institucional que se encontraba disponible para el seguimiento, alerta temprana y control de la ejecución presupuestaria, de forma más acusada en el caso de las Administraciones Territoriales. A pesar de contar con las leyes de estabilidad presupuestaria que establecían límites al déficit de todas las AAPP y un procedimiento para la corrección de los desequilibrios, los mecanismos de seguimiento y control, así como aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos, se han demostrado claramente insuficientes.

Por una parte, las carencias en la disponibilidad de información sobre la ejecución presupuestaria de las CCAA y CCLL impidieron detectar a tiempo la existencia de desviaciones presupuestarias y retrasaron la activación de los mecanismos para hacer cumplir las reglas. Por ello, es imprescindible disponer de la publicación regular de la ejecución presupuestaria de estas Administraciones, con la misma periodicidad, grado de detalle, desfase y facilidad de acceso que las del Estado. Asimismo, la información contenida en los presupuestos debe suministrar los datos tanto del Estado como de las CCAA también en términos de contabilidad nacional, que es la definición relevante para las reglas fiscales existentes, y explicitar toda la información necesaria para evaluar la adecuación de las previsiones de ingresos al escenario macroeconómico. Por otra parte, los mecanismos que obligaban a la corrección de los déficits públicos se demostraron insuficientes. De un lado, la información contenida en los planes de corrección no siempre fue pública y su formato impedía su comparación con los presupuestos iniciales. De otro lado, la condicionalidad de las autorizaciones de endeudamiento no fue de aplicación automática, lo que redujo su utilidad.

Para avanzar en la consolidación fiscal es crucial reforzar el marco presupuestario. La reforma de la Constitución y la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera constituyen dos pasos fundamentales

Para corregir estas carencias, reforzar el marco presupuestario y mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, se han puesto en marcha importantes iniciativas. En septiembre de 2011 se aprobó una reforma de la Constitución para incorporar los límites al déficit y la deuda establecidos a nivel europeo<sup>2</sup>, que ha sido desarrollada con posterioridad en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, cuyo articulado está en plena sintonía con las reformas de la gobernanza a nivel europeo.

<sup>2</sup> Previamente, en julio, se había introducido una regla de crecimiento del gasto público para el Estado y las CCLL de mayor tamaño según la cual el ritmo de aumento de esta variable no podría superar anualmente la tasa de crecimiento nominal de medio plazo de la economía; su aplicación a las CCAA se subordinaba a su aprobación por parte del CPFF.

Junto con el firme compromiso con la estabilidad presupuestaria, dicha Ley incluye requisitos de información más estrictos y nuevos mecanismos coercitivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales por todos los niveles de gobierno. Se incluye la posibilidad de establecer sanciones, se obliga al ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento e incluso se prevé la imposición de medidas de ajuste por parte del Gobierno central, de obligada observancia para las Administraciones Territoriales. La aplicación de forma rigurosa e inmediata de la Ley, en particular en relación con los mecanismos de seguimiento y control, así como con aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos por todas las Administraciones, resulta decisiva para asegurar el cumplimiento de la senda de consolidación fiscal.

La cláusula de «no rescate» que contempla la citada Ley es crucial para evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una Administración se trasladen al resto y para que el mercado de capitales ejerza efectos disciplinadores. Al mismo tiempo, se permite que las CCAA y CCLL puedan solicitar al Estado medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez, en cuyo caso se exige un plan que garantice la consecución de los objetivos fiscales y a cuyo cumplimiento se condicionará el desembolso por tramos de la ayuda financiera. En este sentido, en los primeros meses de este año, el Gobierno puso en marcha distintos mecanismos de apoyo financiero a las CCAA y CCLL con el fin de facilitar la refinanciación de sus deudas previas o el pago a los acreedores comerciales. Los mecanismos de financiación acordados exigen la definición y el cumplimiento de unos planes de ajuste cuya duración comprenderá el período de amortización de endeudamiento. Para impedir que estos mecanismos diluyan los incentivos al estricto cumplimiento de los objetivos presupuestarios de las AATT, resulta esencial hacer uso de una condicionalidad estricta en la provisión de los fondos. Los planes económico-financieros de reequilibrio de las CCAA aprobados por el CPFF el pasado 17 de mayo comportan medidas de reducción del gasto y de incremento de ingresos que en principio son coherentes con el cumplimiento de los requisitos de condicionalidad.

Por último, cabe recordar, por su importancia para la sostenibilidad de las finanzas públicas, la aprobación en julio de 2011 de la Ley de Reforma de la Seguridad Social, que eleva de forma gradual la edad de jubilación, amplía el número de años que se tienen en cuenta para el cálculo de la pensión e incluye un factor de sostenibilidad que permitirá adaptar, a partir de 2026, los parámetros del sistema a los desarrollos demográficos futuros.

El Gobierno aprobó el pasado 30 de marzo los Presupuestos Generales del Estado para 2012, cifrando el déficit programado para este año en el 3,5 % del PIB, que resulta compatible con un déficit para el conjunto de las AAPP del 5,3 %, aprobado unas semanas antes. El descenso previsto del déficit del Estado se basa principalmente en un recorte de los gastos —que recae sobre las compras, la inversión pública y las transferencias de capital— y en un aumento de los ingresos —que se nutre fundamentalmente del incremento de la imposición directa (IRPF e impuesto de sociedades)—.

Por los motivos ya señalados, en lo que resta de ejercicio es necesaria una ejecución muy rigurosa de los Presupuestos y aplicar rápidamente los mecanismos que permitan detectar con suficiente antelación la eventual aparición de desviaciones, de modo que estas puedan compensarse con medidas adicionales. Si este fuera el caso, habría que realizar ajustes adicionales en el gasto corriente, dado que los márgenes de actuación sobre los gastos de capital se ha reducido enormemente, así como introducir nuevas medidas tributarias, preferiblemente en el ámbito de la imposición indirecta, que genera menos efectos distorsionadores sobre el crecimiento y la asignación de recursos.

La actualización del Programa de Estabilidad para el período 2011-2015, que aprobó el Gobierno el pasado 27 de abril, confirmó la senda de ajuste hasta 2013, año en que se prevé que el déficit se sitúe en el 3 % del PIB y que la ratio de deuda pública alcance el 82,3 % del PIB, y fijó adicionalmente objetivos de déficit para 2014 y 2015 del 2,2 % y del 1,1 %, respectivamente, que permitirían una reducción de la ratio de deuda pública hasta el 80,8 % en ese último año. Del ajuste previsto para el período 2011-2015, casi un 75 % se realizaría en los dos primeros años del Programa, es de naturaleza esencialmente estructural y se concentra en un 80 % en la reducción del gasto.

Sin una reactivación del empleo y de la actividad será más costoso avanzar en la consolidación fiscal...

De entre todos los factores que han determinado el limitado avance en la corrección del déficit público en 2011, la situación de extrema debilidad del mercado laboral y la ausencia de crecimiento ocupan un papel destacado. Sin una reactivación del empleo, será más costoso avanzar en la consolidación fiscal, porque los incrementos de recaudación serán limitados y porque el ajuste del gasto primario se verá dificultado por la necesidad de destinar una parte sustancial del mismo al pago de las prestaciones por desempleo. Un escenario de estas características podría complicar, asimismo, el proceso de desapalancamiento financiero y generar aumentos en la morosidad, con el consiguiente impacto negativo sobre la calidad de los balances bancarios. En último término tendría implicaciones muy adversas para las posibilidades de crecimiento potencial, que se agravan ante la previsible pérdida de dinamismo demográfico.

... por lo que es prioritario impulsar las reformas estructurales, dentro de las cuales la del mercado de trabajo es una pieza esencial

Es urgente, por tanto, impulsar las reformas estructurales que permitan mejorar el funcionamiento de la oferta de la economía. Una pieza esencial de esta estrategia consiste en conseguir que el mercado de trabajo funcione de manera eficiente, sea capaz de generar empleo, produzca los incentivos adecuados para facilitar el proceso de reasignación sectorial de recursos y modifique su patrón de ajuste ante perturbaciones adversas.

El mercado de trabajo español venía constituyendo una de las principales rémoras de nuestro entramado institucional. Su tradicional configuración en torno a un sistema dual de contratación —con elevados costes de despido en los contratos indefinidos, y reducidos, en los temporales— y un sistema de negociación colectiva con el predominio de un nivel de negociación intermedio, que fomenta incrementos salariales muy uniformes, poco vinculados a la situación específica de las empresas, e introduce rigidez en las condiciones no salariales que obstaculizan la productividad, ha actuado como factor amplificador de los efectos de la crisis. Las actuaciones de política económica para afrontar este problema se iniciaron en junio de 2010, con una reforma de los mecanismos de contratación que no modificaba las figuras contractuales existentes, y la introducción de algunas vías para impulsar la flexibilidad interna de las empresas, sin modificar el sistema de negociación colectiva, modificación que se pospondría hasta julio de 2011. En ambos casos se trataba de medidas de carácter parcial que no cambiaron los rasgos fundamentales del marco laboral.

La reforma laboral aprobada en marzo mejora aspectos clave del funcionamiento del mercado laboral y favorece la creación de empleo...

En enero de este año los agentes sociales firmaron un acuerdo con recomendaciones de moderación salarial para el período 2012-2014 y modificaciones en la definición y en los procedimientos de activación de las cláusulas de salvaguarda, cuya aplicación reduciría la inercia nominal de los salarios. Y, en marzo, el Parlamento validó una nueva reforma del mercado laboral<sup>3</sup>, con un alcance más global que el de las instrumentadas hasta entonces. Se han introducidos cambios en la negociación colectiva para incrementar la descentralización en el proceso negociador y aumentar la flexibilidad interna de las empresas.

3 Real Decreto Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo.



La superación de la recaída en la recesión por la que atraviesa la economía española pasa necesariamente por el restablecimiento de la competitividad en niveles que permitan, mediante un impulso exportador potente, la recuperación de la actividad y el empleo. En este sentido, la reforma del mercado laboral de marzo de este año, junto con el nuevo acuerdo marco de negociación colectiva (AENC), pueden inducir una moderación salarial que contribuya de manera efectiva al logro de esos objetivos.

En el nuevo AENC, los agentes sociales acordaron nuevas directrices en materia salarial para el período 2012-2014, que incluyen la recomendación de que los incrementos salariales no superen el 0,5 % en 2012, el 0,6 % en 2013, y se sitúen entre el 0,6 % y el 1,5 % en 2014<sup>1</sup>. Asimismo, se recomienda la adopción de cambios sustanciales en el diseño de las cláusulas de indicación, que pueden ayudar a consolidar comportamientos moderados de esta variable<sup>2</sup>. A la luz de la experiencia con el anterior AENC, existe el riesgo de que las recomendaciones acordadas no se

cumplan de forma estricta<sup>3</sup>, por lo que cabe insistir en la necesidad de que los agentes sociales trasladen de manera efectiva estas recomendaciones a los convenios colectivos actualmente en negociación.

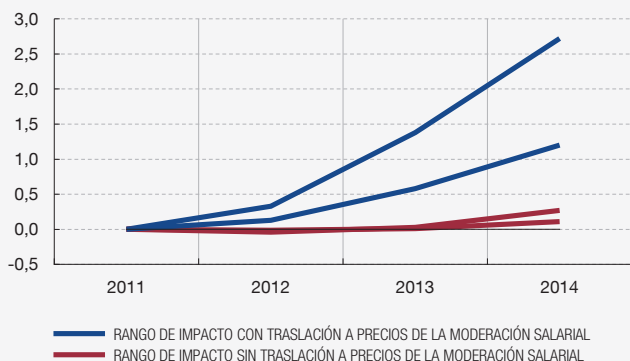
En el ámbito de las reformas, en marzo de este año se aprobó una nueva reforma del mercado de trabajo<sup>4</sup>, que, entre otros aspectos, contiene un conjunto de medidas orientadas a facilitar la capacidad de las empresas para adaptarse a cambios en la situación económica por vías distintas al ajuste del empleo, tales como modificaciones en las horas trabajadas y en los salarios. Entre estas medidas, destacan: i) la prioridad aplicativa de los convenios de empresa sobre los de ámbito superior en una lista amplia de materias —salarios, horarios, distribución del tiempo de trabajo, adaptación al sistema de clasificación profesional, etc.—; ii) la ampliación de las materias sobre las que el empresario puede realizar una modificación sustancial de las condiciones de trabajo o decidir la inaplicación de las condiciones pactadas en un convenio de ámbito superior; iii) la imposición de un límite máximo de

- 1 En función del crecimiento del PIB en 2013, de tal modo que el aumento salarial no excederá del 0,6 % si el PIB crece por debajo del 1 %, del 1 % si el PIB crece entre el 1 % y el 2 %, y del 1,5 % si el PIB crece por encima del 2 %.
- 2 En concreto, se recomienda su activación a partir de que la inflación supere el 2 % al final de año, en lugar del incremento efectivamente pactado en cada convenio, y que su cobro no sea consolidable. Además, en el caso de que la inflación española fuera superior a la del área del euro, se tomaría esta última para calcular el exceso. Adicionalmente, en caso de aumentos significativos del precio del petróleo (superiores al 10 %), el indicador de inflación de referencia excluiría las rúbricas de carburantes y combustibles. De este modo, se refuerza el impacto moderador del AENC, al evitar que potenciales incrementos transitorios de la inflación se trasladen a los salarios.

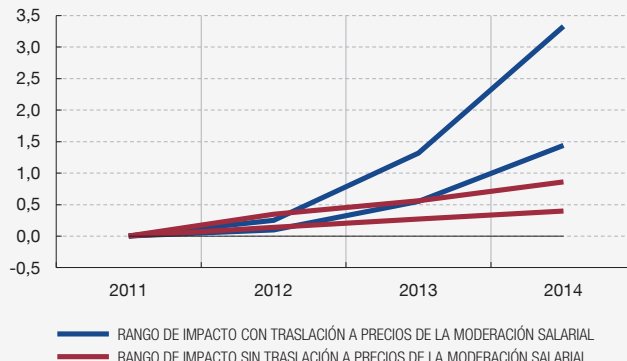
- 3 El anterior AENC recomendó un incremento salarial inferior al 1 % para el año 2010 que finalmente no se cumplió ni siquiera en los convenios de nueva firma, que pactaron un aumento de las tarifas salariales del 1,2 % —que se elevó al 1,7 %, al tener en cuenta las cláusulas de salvaguarda—. Además, solo un 55 % de los convenios de nueva firma acordó incrementos salariales por debajo del 1 % en dicho año. Tampoco se produjo un elevado grado de cumplimiento en el ámbito de las cláusulas de indicación, donde se recomendaba que tuvieran un carácter plurianual, que no fue trasladado, en términos generales, a los convenios colectivos.
- 4 Real Decreto Ley 3/2012, aprobado el 10 de febrero, convalidado el 8 de marzo como proyecto de ley, y actualmente en trámite parlamentario, donde son posibles las enmiendas.

1 RESULTADOS DEL EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE LA MODERACIÓN SALARIAL CON MTBE

1.1 PIB (a)



1.2 EMPLEO (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Diferencias de nivel acumuladas en puntos porcentuales.

dos años a la eficacia de los convenios tras la expiración de su plazo de vigencia (lo que se conoce como ultraactividad), y iv) la simplificación de los procedimientos para la realización de Expedientes de Regulación de Empleo (ERE) de reducción de jornada y suspensión de contrato. Asimismo, la reforma laboral ha reducido de forma apreciable los costes del despido de los trabajadores indefinidos y ha flexibilizado sus procedimientos.

En conjunto, cabe esperar que estas medidas propicien un aumento del grado de descentralización de la negociación colectiva y una mayor flexibilidad salarial a las condiciones específicas de las empresas. Ello llevará a subsanar la escasa diferenciación salarial entre empresas y sectores inducida por la hasta ahora vigente estructura de negociación. A su vez, los cambios introducidos también redundarán en una mayor agilidad en la adaptación de las condiciones laborales ante posibles cambios en la situación económica. En conjunto, la interacción de las medidas de reforma y flexibilización interna de las empresas con el nuevo AENC deberá contribuir a contener los costes laborales y a impulsar la competitividad.

Para evaluar el impacto de la moderación salarial sobre el PIB y el empleo, se han realizado unos ejercicios de simulación con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en los que se calibran los efectos de una mayor moderación salarial derivada del impacto estimado del AENC y de la reforma laboral, sobre el crecimiento y el empleo. Un cumplimiento estricto de las pautas salariales marcadas por el nuevo AENC para el período 2012-2014 podría dar lugar a un escenario de menor crecimiento salarial, de 0,6 pp en 2012 y 1 pp en 2013 y 2014, con respecto a un escenario de referencia en el que no se hubiera alcanzado el

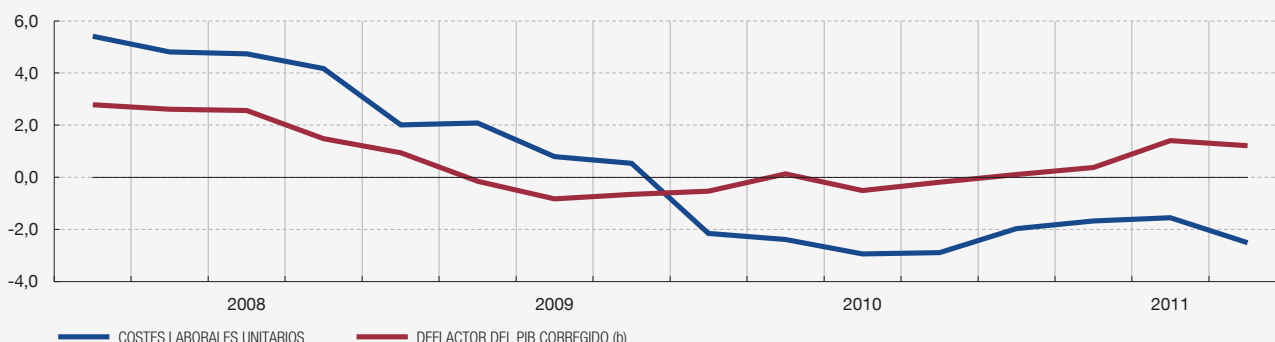
Acuerdo<sup>5</sup>. A este efecto se le añade una estimación muy tentativa del impacto adicional que podría derivarse de la reciente reforma del mercado laboral, como consecuencia, principalmente, de un aumento del número de convenios de empresa y de los ERE de reducción de jornada, y de un mayor uso de los descuelgues salariales. Como resultado de ello, se supone que el impacto conjunto del AENC y de la reforma laboral podría rebajar el crecimiento salarial con respecto al escenario base en una horquilla comprendida entre 0,6 pp y 1 pp en 2012 y entre 1 pp y 2 pp en 2013 y 2014.

Las simulaciones realizadas con el MTBE reflejan que el escenario de moderación salarial simulado tendría un efecto positivo sobre el crecimiento del PIB y del empleo, aunque su magnitud depende crucialmente del grado de traslación a los precios finales de los menores costes laborales. Si la moderación salarial es acompañada por un ajuste de similar magnitud en los precios (líneas azules del gráfico 1), las ganancias de competitividad resultantes generarían un aumento de la demanda de los productos españoles que activaría otros procesos expansivos. Al mismo tiempo, se mantendría el poder adquisitivo de las rentas salariales y, en consecuencia, se originaría un nivel más elevado de consumo privado y de inversión. En conjunto, los aumentos acumulados del empleo y del PIB hasta 2014 estarían en un rango entre 1 pp y 3,5 pp y entre 1 pp y 2,5 pp, respectivamente, contribuyendo de manera significativa a reducir la tasa de desempleo. En cambio, en un escenario extremo, en el que la modera-

5 La inercia en las tarifas salariales introducida por los convenios plurianuales ya firmados en años anteriores es lo que explica el diferente impacto entre 2012 y los dos años siguientes.

2 EVOLUCIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB Y LOS CLU

DEFLACTOR DEL PIB Y LOS COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación interanual.
- b Deflactor del PIB corregido de aumentos impositivos.

ción de los costes salariales no se trasladase a los precios porque los márgenes empresariales se ampliasen en la misma cuantía (líneas rojas del gráfico 1), las simulaciones indican un impacto mucho más reducido tanto sobre el PIB como sobre el empleo, pues el comportamiento más inflacionista privaría a la economía del efecto expansivo de la moderación de precios sobre las exportaciones y el consumo privado.

En este sentido, el comportamiento reciente de la inflación y de los CLU (véase gráfico 2) indica la existencia de margen para que la contención de estos últimos se traslade a los precios con mayor intensidad que la observada hasta la fecha, lo que permitiría maximizar los potenciales efectos expansivos de un escenario de moderación salarial. Este resultado subraya la importancia de complementar la reciente reforma laboral con un impulso a la liberalización de los mercados de productos que favorezca la

competencia en los sectores menos expuestos a la misma y facilite la traslación de la moderación de los costes a los precios. De hecho, de acuerdo con la evidencia disponible para otros países<sup>6</sup>, la concurrencia temporal de ambos tipos de reformas refuerza los efectos beneficiosos de las reformas laborales (al favorecer en mayor medida la generación de empleo) y mitiga sus costes (al facilitar el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios).

6 Al examinar cuatro experiencias europeas de profundas reformas del mercado de trabajo en los últimos veinte años (en el Reino Unido, Holanda, Irlanda y Dinamarca) que tuvieron resultados exitosos en términos de reducción del desempleo, Annett concluye que las ganancias de empleo fueron mayores gracias a que las reformas se complementaron con procesos liberalizadores en los mercados de productos [A. Annett (2007), *Lessons from Successful Labor Market Reformers in Europe*, IMF Policy Discussion Paper 07/1].

También se han modificado sustancialmente los mecanismos para la extinción de los contratos y se ha creado un nuevo contrato indefinido para las empresas pequeñas y medianas, que comporta una serie de incentivos fiscales<sup>4</sup>.

Las modificaciones de la reforma mejoran aspectos clave del funcionamiento del mercado laboral en España. Sus efectos globales favorecerán la creación de empleo y la estabilidad del mismo, aunque, en el horizonte más inmediato de fuerte debilidad de la actividad, si no se aprovechan con intensidad las medidas de flexibilidad interna aprobadas para adaptar las condiciones laborales a las necesidades específicas de cada empresa, se podría producir todavía algún ajuste adicional en el nivel de empleo. La reforma deberá contribuir también a contener el crecimiento de los costes laborales e impulsar así la competitividad de las empresas españolas, aunque para ello es necesario que se refuercen las condiciones para que los márgenes empresariales no absorban y amortigüen las ganancias derivadas de la moderación de los costes (véase recuadro 1.3). En todo caso, sería deseable que la reforma se completase con medidas más ambiciosas en materia de políticas activas que incluyan una exhaustiva evaluación de los programas en vigor, una mayor vinculación con las políticas pasivas, así como actuaciones alternativas a los incentivos a la contratación, que, hasta ahora, han mostrado una efectividad muy reducida sobre la creación de empleo agregada.

... aunque para conseguir estos efectos es imprescindible dar un nuevo impulso a la liberalización de los mercados de bienes y servicios...

Para alcanzar plenamente los efectos positivos de la reforma laboral, es imprescindible complementarla con un nuevo impulso a la liberalización de los mercados de productos que favorezca la competencia en los sectores menos expuestos a la misma. Las políticas de fomento de la competencia constituyen el principal instrumento para disciplinar la formación de márgenes y para incrementar la sensibilidad de la formación de precios a las condiciones de demanda. Ambas cuestiones son fundamentales para el adecuado funcionamiento del canal de la competitividad, que tan importante es para la superación

4 Una descripción de la reforma puede encontrarse en «La evolución del empleo y del paro en 2011, según la EPA», *Boletín Económico*, febrero de 2012, Banco de España.

... mediante cambios en la regulación en un número amplio de sectores y actividades...

de la crisis, tal y como se analiza en el capítulo siguiente. Además, lo ocurrido durante estos años ha puesto de manifiesto la necesidad de que todos los sectores y actividades se adapten de manera efectiva al entorno de flexibilidad que requiere la participación en la UEM, para lo cual son imprescindibles reformas que impulsen ganancias genuinas de eficiencia y de productividad, con vistas a potenciar las fuentes de crecimiento de medio y largo plazo.

Las actuaciones pendientes son numerosas y afectan a un número amplio de sectores y actividades. Muchas de ellas caen de lleno en el foco de las actuaciones de política económica que el Gobierno quiere desplegar en los próximos meses, tal y como contempla el Programa Nacional de Reformas (PNR) que aprobó el pasado 27 de abril. El sector de la vivienda ha experimentado un drástico proceso de ajuste en estos últimos años, pero este no ha ido acompañado de cambios fundamentales en algunos de los factores que contribuyeron al *boom* previo. El tratamiento fiscal de la adquisición de vivienda, tras la reintroducción de la desgravación fiscal, sigue siendo muy favorable a la adquisición de vivienda en propiedad. Por otra parte, hasta muy recientemente, no se había modificado la regulación sobre alquileres, que mantiene plazos obligatorios muy estrictos que desincentivan la oferta. Algunos de estos aspectos, particularmente en el tema de los plazos, están siendo objeto de reconsideración en el Anteproyecto de Ley de medidas para dinamizar el mercado de alquiler de viviendas, recientemente aprobado. Actuaciones que impulsen la competencia en el transporte, el comercio al por menor y en la provisión de servicios profesionales y que eliminen las barreras a la creación de empresas, materias que también se señalan en el PNR, tendrán efectos apreciables sobre la formación de costes y precios y sobre la productividad.

El adecuado funcionamiento de los organismos que velan por la competencia y de aquellos que tienen encomendada la regulación de las industrias de red es vital para seguir avanzando en el necesario proceso de liberalización. La reforma en marcha de estos organismos debería tener como objetivo prioritario fortalecer su independencia, los canales de rendición de cuentas y su capacidad técnica, garantizando que los expertos sectoriales puedan emitir decisiones que contrarresten las presiones que todavía emergen en algunos de los sectores menos abiertos a la competencia. Los cambios organizativos y de distribución de funciones no deberían, en ningún caso, suponer una merma para el logro de dichos objetivos.

Dentro de las industrias de red, el sector energético merece especial atención, como también contempla el PNR. El proceso de liberalización se encuentra aún lejos de su culminación y existe un amplio margen para intensificar la competencia en todos los sectores. Para corregir estos problemas, sería necesario avanzar decididamente en la desintegración vertical, con la separación de propiedad entre las actividades de red y las de producción y comercialización, en las que habría que asegurar que la estructura de mercado resulte suficientemente competitiva. En el sector de hidrocarburos existe margen para incrementar la competencia en el segmento de distribución.

Dentro de las actividades energéticas, el sector eléctrico tiene una problemática propia que se ha de solucionar urgentemente con una perspectiva de medio y largo plazo para resolver algunos desequilibrios derivados de la regulación económica en diversos segmentos que se han acumulado en los últimos años, al tiempo que se permita combinar la competitividad con la seguridad en cuanto al suministro y la protección del medioambiente.

Finalmente, una mayor transparencia en la formación de los precios de la energía, y en particular de la retribución de las actividades reguladas, es esencial para mejorar el fun-

cionamiento del mercado. Sin duda, la Ley de Transparencia, Acceso a la Información Pública y Buen Gobierno, que se aplica a todos los sectores en los que interviene la Administración Pública, junto a un mejor funcionamiento de los organismos reguladores, podrá contribuir a este objetivo.

... la formación en nuevas tecnologías, el impulso a la innovación y la mejora del capital humano

Para potenciar las ganancias de productividad, sería imprescindible avanzar en la superación de los problemas que aquejan al proceso educativo en España, que presenta unos niveles de calidad reducidos en comparación con los estándares internacionales. Igualmente, sería conveniente favorecer la formación en la utilización de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (en el sistema educativo, la formación continua de trabajadores y la formación de parados) e incentivar la incorporación de nuevas tecnologías a las empresas pequeñas. Para mejorar la calidad del capital tecnológico, el esfuerzo debe concentrarse en fomentar la innovación en el sector privado, lo que requiere una evaluación de los instrumentos de apoyo en vigor y reforzar la conexión entre la investigación básica y la empresa.

