

1 Introducción

En 2012 el euro sufrió una grave crisis de confianza que afectó al comportamiento de la economía mundial

En 2012 se acentuaron las tensiones contractivas que habían comenzado a detectarse en la economía mundial en la segunda mitad del ejercicio anterior. El crecimiento agregado se redujo hasta el 3,2 % y se mantuvo la divergencia entre las economías emergentes y las desarrolladas, mostrando estas últimas una tasa de avance de solo el 1,3 %. La recaída de la actividad fue singularmente severa en el área del euro, cuyo PIB retrocedió un 0,5 % (véase gráfico 1.1). La contracción afectó a la mayoría de sus 17 economías y en las restantes tuvo lugar una desaceleración del producto, que en el caso de las de mayor dimensión fue de casi 2 puntos porcentuales (pp). El crecimiento del comercio mundial registró también un retroceso importante, mientras que la inflación se moderó en la mayoría de los países.

Entre los factores que explican la pérdida de dinamismo de la actividad mundial, ocupa un lugar destacado el agravamiento de las tensiones en el área del euro, que, tras dos años de inestabilidad, sufrió la crisis de confianza más grave desde la creación de la moneda única, hasta el punto de que la propia irreversibilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM) fue puesta en duda.

En la génesis de la crisis del euro confluyeron la falta de adaptación de las políticas económicas nacionales a los requisitos de estabilidad de una unión monetaria...

En la génesis de la crisis de confianza en el euro tuvo gran influencia el hecho de que en un conjunto cada vez más extenso de economías fueron aflorando una serie de desequilibrios que, en última instancia, reflejaban una falta de adaptación de la gestión de sus políticas económicas nacionales a los estándares de estabilidad requeridos por la participación en una unión monetaria. Cuando el perímetro de los problemas se extendió hasta abarcar algunas economías de gran dimensión, como las de Italia y España, la crisis adquirió un carácter sistémico, que tendió a agravar el alcance de sus consecuencias potenciales.

... y una serie de debilidades en el diseño institucional de la UEM y en su gobernanza

En todo caso, la naturaleza y la generalización de las tensiones pusieron al descubierto importantes debilidades en la propia arquitectura y gobernanza de la UEM, que limitaron fuertemente la capacidad de respuesta de las autoridades europeas y pusieron en duda la solidez del proyecto del euro. Se evidenció así que los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas fiscales y de oferta habían sido claramente incapaces de prevenir y, llegado el caso, corregir desequilibrios capaces de poner en riesgo el buen funcionamiento del área, y se hizo igualmente patente que el marco institucional carecía de los mecanismos necesarios para gestionar una situación de crisis tan profunda como la que se terminó configurando.

Para superar esta situación se han adoptado decisiones de gran alcance, tanto en el ámbito de las economías nacionales como en el de la UEM en su conjunto

Para responder a los retos que suscitaba esta grave situación de crisis, se han adoptado decisiones importantes en un doble ámbito. En el terreno de la gestión de las políticas económicas nacionales, se han acelerado y profundizado los procesos de consolidación fiscal y de reformas financieras y estructurales encaminados a corregir los desequilibrios y flexibilizar las economías, singularmente en los países donde las tensiones han tendido a concentrarse en mayor medida. Asimismo, las autoridades europeas han puesto en marcha un proceso de revisión y de reforma del diseño institucional y de la gobernanza de la UEM, basado en la hoja de ruta definida en el llamado «Informe de los cuatro presidentes».

La respuesta articulada tanto en el ámbito europeo, incluyendo en particular el anuncio del BCE de su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), como en el de los países miembros permitió, a pesar de su carácter parcial y en muchos casos vacilante,



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

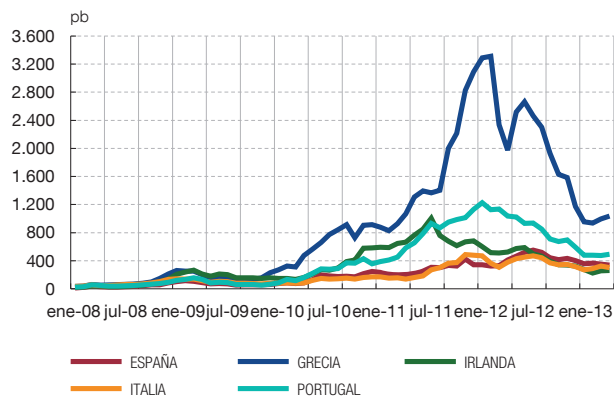
superar los episodios más agudos de tensión y abrir la vía para el reforzamiento del proyecto y para asegurar su viabilidad, aunque, como evidencian los acontecimientos asociados al resultado de las elecciones generales italianas y a las dificultades para acordar un programa de asistencia financiera a Chipre, los retos que subsisten son todavía de gran envergadura. La naturaleza y el alcance de la crisis del euro, así como los pasos dados para su superación, han influido de forma determinante en el comportamiento de la economía española en 2012 y son un condicionante de primer orden de los desafíos a los que se enfrenta, por lo que el capítulo 2 de este Informe se dedica de manera monográfica a analizar en profundidad las diversas facetas de dicha crisis.

La economía española se enfrentó al repunte de las tensiones en la UEM desde una posición de gran vulnerabilidad, como consecuencia de la profundidad de sus desequilibrios...

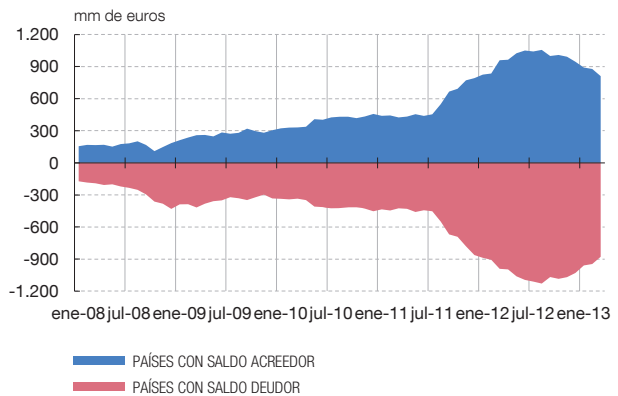
La economía española se enfrentó a la crisis de confianza del euro desde una posición vulnerable. La severidad de la gran recesión de 2009-2010 había tenido repercusiones muy profundas en términos de una brusca contracción del gasto de familias y empresas y un contundente aumento del desempleo, que vinieron a acelerar el deterioro de las finanzas públicas y a erosionar los balances de los bancos más expuestos a los excesos inmobiliarios de la etapa expansiva.

La profundidad de los desequilibrios que habían emergido y la necesidad de corregirlos impidieron a la economía española incorporarse a la recuperación de la economía mundial del bienio 2010-2011. La persistencia de los problemas de fondo y las dificultades a las que se enfrentaban los procesos de ajuste necesarios limitaron dicha reacción a un

DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



SALDO TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

a Aproximado a partir de las estadísticas publicadas por los bancos centrales nacionales. La diferencia entre el saldo deudor y el acreedor del agregado de todos los países recoge la posición del BCE.

crecimiento muy modesto en la segunda mitad de 2010 y primeros meses de 2011, que careció de los soportes necesarios para su consolidación.

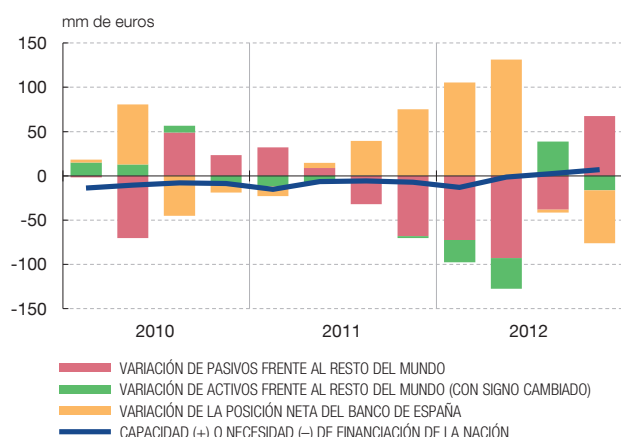
... y en la que las actuaciones de política económica no habían sido suficientes para eliminar la incertidumbre

Las acciones de política económica que se habían emprendido desde que comenzara la crisis de la deuda soberana no habían sido suficientes para contrarrestar las dudas sobre la solidez del sistema bancario español, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la capacidad de restaurar el crecimiento y absorber el elevado desempleo acumulado durante la primera recesión. En 2012, las dudas de los mercados se acentuaron al conocerse que las cifras de cierre de las cuentas públicas del año precedente comportaban una desviación en el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) de más de 2 pp con respecto al objetivo del 6,3% establecido en el ámbito del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), a la vez que la crisis de Bankia evidenció la persistencia de fragilidades en el sistema bancario español. Y todo ello en un contexto macroeconómico muy adverso, en el que la ausencia de crecimiento complicaba considerablemente los avances en la consolidación fiscal y el saneamiento del sector privado.

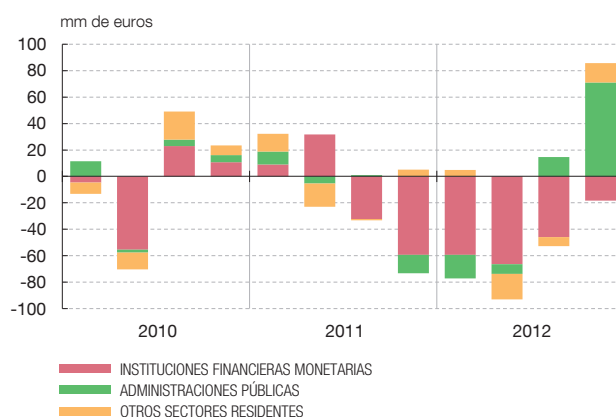
La crisis de credibilidad del euro impactó severamente sobre la economía española y dio lugar a una grave crisis de financiación exterior

La aparición del riesgo de redenominación dentro del área del euro en torno a los meses de verano, fuertemente ligada a las crecientes especulaciones sobre la posibilidad de una salida de Grecia de la Unión Monetaria, aumentó la inestabilidad financiera de las economías más vulnerables (véase gráfico 1.2). En España se agravó la percepción sobre los peligros inherentes a una creciente contaminación entre riesgo soberano y riesgo bancario, las rentabilidades de la deuda soberana alcanzaron los niveles máximos registrados desde el inicio de la UEM (7,5% en el plazo de diez años, a finales de julio) y tuvo lugar una notable aceleración de los movimientos de salidas netas de fondos hacia el exterior, a partir de unos importes que ya en la segunda mitad de 2011 habían resultado muy elevados. La crisis de confianza que azotó a la economía española en este período terminó convirtiéndose en una severa crisis de financiación de la balanza de pagos, la primera que había de afrontar dentro de la Unión Monetaria (véase gráfico 1.3), un acontecimiento sin precedentes, cargado de interrogantes y retos, que requería respuestas urgentes y extraordinarias que ayudaran a restaurar la credibilidad de la economía española en el marco más amplio de actuaciones emprendidas por las autoridades europeas para encauzar los complejos problemas que subyacían a la crisis del euro y atajar los riesgos de redenominación.

TRANSACCIONES NETAS



VARIACIÓN NETA DE PASIVOS, POR SECTORES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

La amplia provisión de liquidez del BCE permitió aliviar los efectos de la restricción de financiación exterior

La política de provisión generosa de liquidez acometida por el BCE desde el inicio de la crisis y algunas de las medidas no convencionales que adoptó en respuesta al agravamiento de la situación permitieron suplir la carencia de fondos externos y soslayar la eventualidad de un estrangulamiento de la financiación del gasto interior. Más concretamente, las entidades de crédito aumentaron de manera sustancial su recurso al Eurosistema, especialmente aprovechando la oportunidad que brindaron las dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años convocadas a finales de 2011 y principios de 2012¹.

Alivio que se benefició también de la superación de un nuevo episodio de tensiones en Grecia, del anuncio de las OMC y del diseño de una hoja de ruta para la reforma de la UEM y su gobernanza

La relajación de las tensiones se benefició también de la superación de un nuevo repunte de la percepción del riesgo de reversión asociado a las vicisitudes de la economía griega. Asimismo, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales dirigidas a restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, tras el deterioro adicional de este que provocó la aparición del riesgo de reversibilidad del euro. En agosto anunció un programa de compras condicionadas en los mercados de deuda soberana, que suministró una fuerte protección frente a ese riesgo de redenominación. En paralelo, el Consejo Europeo de junio discutió los elementos esenciales de un proceso de reforma de la UEM y su gobernanza, proceso que recibió un impulso adicional como resultado de las decisiones adoptadas en diciembre en relación con el avance hacia una unión bancaria europea, que deberían permitir mitigar el vínculo entre los riesgos soberano y bancario en el área.

En España se intensificaron las acciones de política económica en los ámbitos financiero, fiscal y estructural

En España se dieron pasos sustantivos para acelerar el saneamiento, la reestructuración y la recapitalización de las entidades españolas en situación de vulnerabilidad, incluyendo la formalización de un programa de ayuda financiera para su recapitalización, solicitado por el Gobierno español y acordado con las instituciones europeas en el mes de julio. Se produjeron también importantes progresos en el terreno de las finanzas públicas, tras la aprobación de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, que fortaleció

¹ Estas operaciones de provisión de liquidez a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) vinieron a complementar así la política de alargamiento de los plazos (seis meses, un año y, ahora, tres años) y de aumento de las cantidades inyectadas a través de esta modalidad que el BCE ha venido poniendo en práctica desde el comienzo de la crisis.

sustancialmente el marco de disciplina presupuestaria, al establecer unos objetivos de equilibrio presupuestario para todos los niveles de las AAPP, límites a la deuda pública y requisitos de transparencia y de corrección de las desviaciones. Adicionalmente, la necesidad de afrontar una corrección del déficit de magnitud muy significativa exigió la adopción de distintos paquetes de ajuste, que complementaron las medidas incluidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2012, entre los que cabe destacar las reformas en materia sanitaria y educativa en abril, la revisión de los planes de reequilibrio de las Comunidades Autónomas (CCAA) en mayo y la puesta en marcha de un amplio paquete de medidas en julio, que incluyó un aumento de la imposición indirecta, una reducción de los salarios públicos y la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013.

También en el mes de julio entró en vigor la Ley de Medidas Urgentes para la Reforma Laboral, que amplió las posibilidades para la descentralización de la negociación colectiva, aumentó la flexibilidad interna de las empresas y racionalizó las condiciones para la extinción de los contratos indefinidos. Por último, a lo largo de 2012 se adoptaron diversas medidas orientadas a liberalizar algunos sectores y a fomentar la competitividad, y se introdujo un Plan de Pago a Proveedores que contribuyó a aliviar a las restricciones de liquidez del sector empresarial.

La respuesta dada consiguió detener la espiral negativa del verano, si bien la incertidumbre sigue siendo muy elevada

La confluencia de este amplio conjunto de medidas logró detener la espiral negativa del verano. El alivio de las tensiones financieras sobre el euro y el avance de los procesos de reforma permitieron reducir las presiones sobre el coste de la deuda pública española y reabrieron los mercados de financiación exterior. Ambos procesos han continuado en la parte transcurrida de este año, si bien la situación no se ha normalizado plenamente, de modo que los tipos de interés nacionales no reflejan aún plenamente la orientación expansiva de la política monetaria única. El crédito, asimismo, continúa contrayéndose.

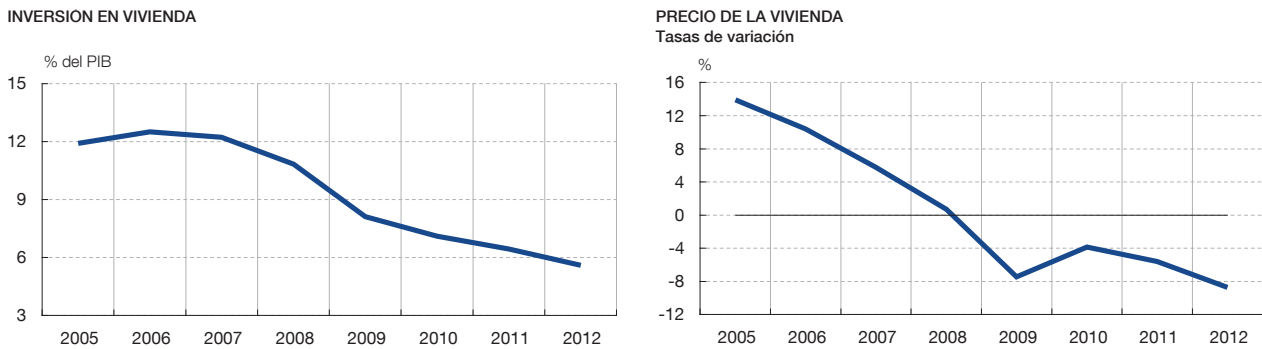
2 La segunda recesión de la economía española

La economía española se adentró en una segunda recesión...

Con este trasfondo de enorme complejidad, la economía española se adentró, a finales de 2011, en una segunda recesión, menos intensa, pero más prolongada que la primera (que tuvo lugar entre la segunda mitad de 2008 y finales de 2009). Esta doble caída del producto, que abarca todo el período objeto de análisis de este Informe, constituye una situación sin precedentes que plantea grandes retos. El PIB se contrajo un 1,4% en el promedio del año, tras haber intensificado su ritmo de descenso en el último trimestre, cuando confluyeron una serie de factores de carácter transitorio —vinculados, principalmente, al mayor esfuerzo de consolidación presupuestaria realizado en esos meses— con otros de naturaleza más persistente. En este sentido, las adversas condiciones de financiación y el deterioro de la confianza acentuaron el retroceso de la demanda interna, que cayó un 3,9%, por la prolongación de la corrección inmobiliaria, el ajuste de los balances del sector privado y el impacto de la consolidación fiscal. Todos estos factores, presentes desde el inicio de la crisis, actuaron sobre una demanda del sector privado cuyos determinantes se encontraban en una situación de gran fragilidad. La demanda exterior neta continuó siendo el único soporte de la actividad, con una aportación al producto de 2,5 pp, si bien el debilitamiento de la zona del euro a lo largo del ejercicio limitó este efecto amortiguador, sobre todo en sus meses finales.

... como consecuencia de un descenso generalizado e intenso de todos los componentes de la demanda interna

El descenso de la demanda interna afectó a todos sus componentes, de consumo o inversión, de naturaleza pública o privada. El clima de incertidumbre, las difíciles condiciones financieras, el deterioro en las perspectivas sobre el mercado laboral, los descensos en la renta disponible y la caída de la riqueza financiera y no financiera redujeron el gasto de las familias, tanto en consumo como en inversión residencial. Solo la tasa de ahorro, que se redujo nuevamente hasta alcanzar el 8,2% de la renta disponible, menos de la mitad de su nivel en 2009, permitió suavizar en alguna medida la pauta de ajuste del consumo de



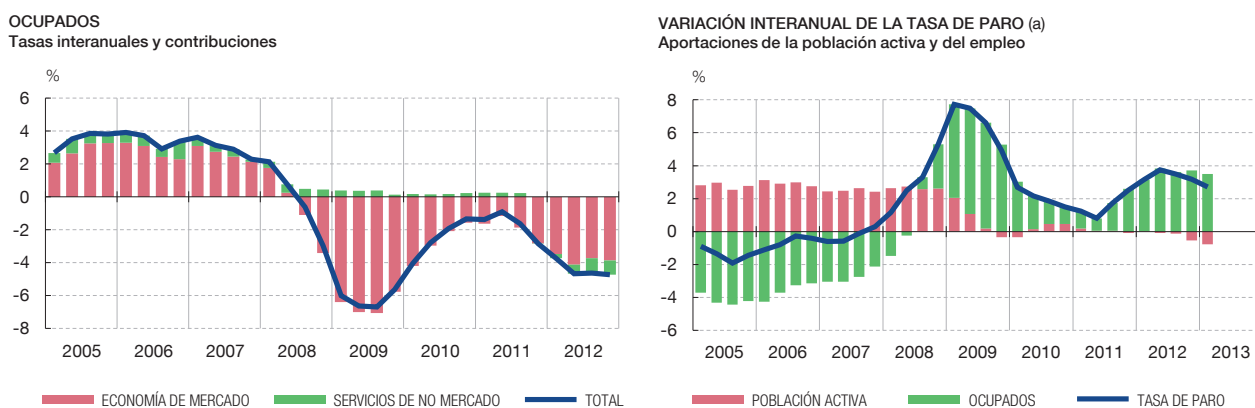
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Fomento.

los hogares. No obstante, el drástico descenso de la tasa de ahorro desde el inicio de la crisis refleja las dificultades a las que se enfrenta el sostenimiento del gasto de las familias en el futuro inmediato, en un contexto en el que ha de proseguir la reducción de su todavía elevado nivel de deuda. Por su parte, la inversión residencial continuó limitada por la profundidad de la corrección de los excesos inmobiliarios del pasado y retrocedió por quinto año consecutivo, en un entorno de debilidad de la demanda de vivienda, de continuación de la trayectoria descendente de los precios inmobiliarios y de persistencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, que retrasa el inicio de nuevas construcciones (véase gráfico 1.4). La inversión empresarial se vio igualmente afectada por un entorno financiero adverso y por unas perspectivas de demanda interna y externa poco favorables.

El importante esfuerzo realizado para responder a las necesidades de consolidación fiscal ejerció un inevitable impacto contractivo sobre el gasto y la actividad. El retroceso del consumo público reflejó el descenso de las compras y del empleo público, por primera vez desde que se iniciara la crisis, en respuesta a la aplicación de los planes de reequilibrio financiero de las CCAA, sumándose así al ajuste iniciado previamente por la Administración Central. Por su parte, el desplome de la inversión pública (un 38 % en el promedio anual) acusó la paralización de la ejecución de obra civil, lo que afectó a los proyectos realizados conjuntamente con las sociedades no financieras. Dentro de la orientación de carácter restrictivo de la política fiscal en 2012, hay que mencionar, no obstante, el efecto de signo opuesto de otras actuaciones (principalmente, del Plan de Pago a Proveedores, que, diseñado para liquidar facturas pendientes de pago que habían acumulado las Administraciones Territoriales con empresas y autónomos, supuso la inyección de 27 mm de euros en los meses centrales del ejercicio).

La actividad y el empleo reaccionaron con contundencia a la contracción del gasto

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas empeoraron sus registros con respecto a 2011, salvo la agricultura. Los avances del valor añadido de la industria y de los servicios de mercado de los dos años previos se tornaron negativos en 2012, mientras que la construcción acentuó su contracción, debido al marcado retroceso del segmento no residencial. El empleo descendió un 4,4 %, en parte como resultado de la caída de la contratación pública, ya mencionada. No obstante, la ocupación del resto de ramas productivas tuvo también un comportamiento muy desfavorable (con una caída del 4,9 % en el promedio anual), cifra que está muy influida en todo caso por el mal comportamiento de los meses finales de 2011 y de los primeros del año pasado. La tasa de paro repuntó con intensidad, hasta alcanzar en el último trimestre de 2012 un nivel del 26 % de la población activa, en un contexto demográfico levemente contractivo (27,2 % en el primer trimestre de 2013). De hecho, en 2012 la población activa retrocedió por primera vez desde el inicio



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.

de la crisis, como resultado del descenso de la población en edad de trabajar, motivado, a su vez, por la disminución de la población extranjera (véase gráfico 1.5).

El desfavorable comportamiento del empleo está teniendo repercusiones muy negativas sobre el desempleo estructural, amplifica las tendencias contractivas del gasto y dificulta la consecución de avances más rápidos en la corrección de algunos desequilibrios, como el desajuste fiscal y el endeudamiento del sector privado. Sin embargo, la persistencia del entorno recesivo está impulsando, junto con las reformas emprendidas, el ajuste de costes y, en menor medida, de precios, facilitando la necesaria devaluación interna y la eliminación del déficit exterior. Los resultados obtenidos en ambos frentes, cuyo significado y alcance se analizan en profundidad más adelante, han sido mayores de lo esperado y evidencian el avance en los ajustes de la economía, aunque todavía no estén acabados.

Los costes laborales profundizaron la pauta de moderación...

Los costes laborales profundizaron la pauta de contención iniciada dos años antes. La remuneración por asalariado del conjunto de la economía retrocedió un 0,3%, tras haber aumentado a tasas del 0,3% y del 0,7% en 2010 y 2011, respectivamente. La caída de los salarios públicos, debida a la eliminación de la paga extraordinaria de Navidad, desempeñó, también en este caso, un papel determinante en esta evolución, si bien la remuneración de la economía de mercado mostró igualmente una pauta de moderación, con una tasa de avance del 0,6%. La progresiva contención de los incrementos salariales de los nuevos convenios, en los que el peso de la inflación pasada se ha reducido sustancialmente como también lo ha hecho el porcentaje de los que incluyen cláusula de salvaguarda contra la inflación, refleja el incipiente impacto de las reformas del mercado de trabajo sobre la dinámica de la negociación colectiva (véase recuadro 1.1). Los costes laborales por unidad de producto descendieron por tercer año consecutivo, como resultado también del aumento de la productividad, propiciando una corrección adicional en los diferenciales con la UEM. La consolidación de esta trayectoria es crucial para que se empiece a generar empleo.

... pero la inflación acusó una aceleración en la segunda parte del año por el impacto de la elevación de la imposición indirecta y de los precios administrados

La inflación arrojó una mayor variabilidad a lo largo del ejercicio, debido al impacto de las subidas en los precios de la energía y del efecto del alza del IVA y de precios administrados, que provocaron una aceleración en la tasa de inflación en la segunda mitad del año, cerrando el ejercicio con una tasa interanual del 2,9%. Se estima que el impacto de la subida del IVA a partir del 1 de septiembre se reflejó solo parcialmente en los precios finales, lo que resulta coherente con la situación de extrema debilidad del gasto. Con todo, la

Una de las características más relevantes del proceso de expansión económica que vivió la economía española antes de la actual crisis fue la pérdida paulatina de competitividad, medida, por ejemplo, por la evolución de los costes laborales unitarios frente al promedio de los países de la zona del euro (véase gráfico 4). Durante la crisis, sin embargo, se ha producido una corrección parcial de ese desequilibrio, que supone que hasta el momento se habrían absorbido una parte relevante de las pérdidas de competitividad-coste acumuladas desde 1998. La brecha se mantiene, sin embargo, en niveles significativos en relación con los países más competitivos de la zona del euro, llegando a alcanzar 18 pp en 2012 en el caso de los costes relativos con Alemania.

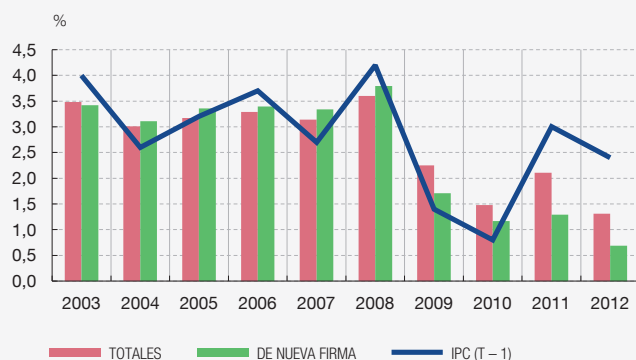
La mayor parte de la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas se ha basado en el aumento de la productividad derivado de la intensidad del proceso de destrucción de empleo. De hecho, al principio de la crisis la remuneración por asalariado continuó creciendo por encima del promedio de la zona del euro y en 2012, después de dos años de moderación salarial, se situaba aún solo unos tres puntos por debajo del nivel relativo observado en 2008. En este contexto, resulta fundamental que la contención salarial intensifique su contribución al descenso de los costes

laborales unitarios para asegurar una recuperación sostenible de la economía española.

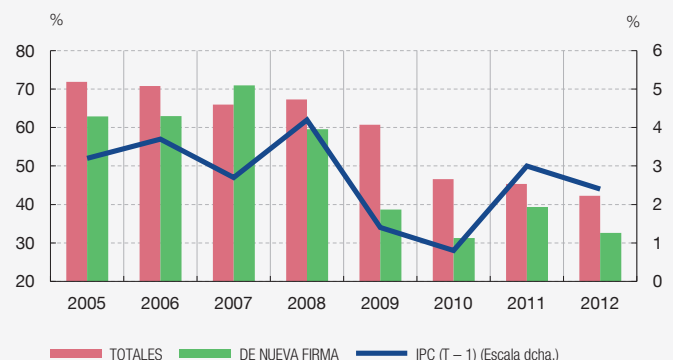
Las diferentes reformas adoptadas en el mercado de trabajo en los últimos años han perseguido la introducción de mayor flexibilidad en el proceso de determinación salarial. En particular, se han abierto mayores posibilidades a las empresas para adaptar las condiciones salariales, y no salariales, a los cambios en el entorno económico o en sus condiciones particulares para, de esta forma, reducir la incidencia de los ajustes del empleo ante las perturbaciones negativas. A continuación se examina el funcionamiento del mercado laboral en el período más reciente, con el objetivo de analizar en qué medida es posible detectar cambios en las pautas de comportamiento de salarios y empleo durante la segunda recesión que está atravesando la economía española. Debe advertirse, no obstante, que es aún demasiado pronto para realizar un diagnóstico definitivo sobre la efectividad de las diferentes reformas, y en particular para separar el efecto de los factores cíclicos sobre la evolución del mercado de trabajo de los derivados de los cambios legislativos.

En cuanto a la evolución salarial, aunque la negociación colectiva llevada a cabo en 2012 y los primeros meses de 2013 acumula

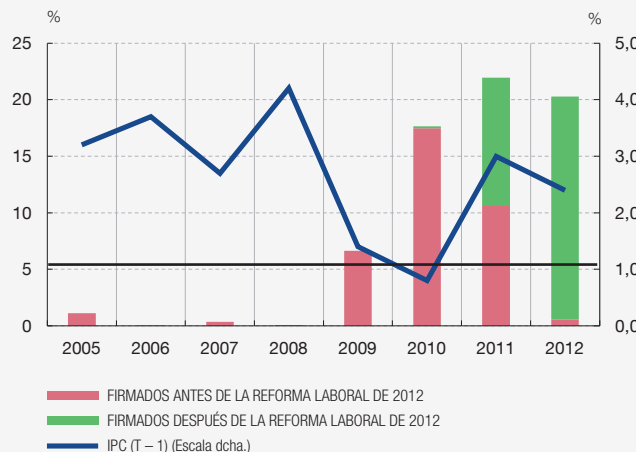
1 INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS



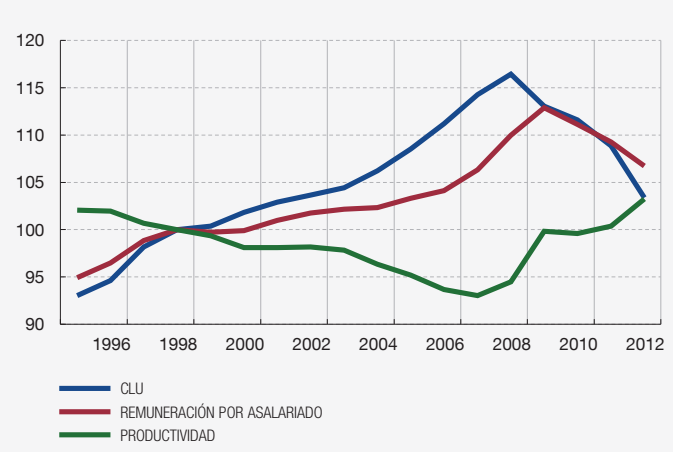
2 PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA DE SALVAGUARDA



3 PORCENTAJE DE CONVENIOS DE NUEVA FIRMA CON CONGELACIÓN O REDUCCIÓN SALARIAL



4 COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS A LA ZONA DEL EURO ÍNDICE BASE 1998 = 100



FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Eurostat.

cierto retraso que puede reducir la representatividad de los datos disponibles, parecen detectarse indicios de una mayor moderación salarial, con incrementos prácticamente nulos de la remuneración por asalariado en el sector privado en los tres últimos trimestres y signos de menor inercia nominal en la negociación colectiva. En efecto, los incrementos salariales acordados en los convenios disminuyeron hasta el 1,3% en diciembre de 2012, frente al 2,5% observado un año antes, mientras que los datos disponibles para 2013, aunque aún especialmente poco representativos, reducen el incremento salarial medio hasta el 0,6%. Analizando en más detalle los datos correspondientes a 2012, la moderación salarial se observó tanto en los convenios revisados como en los de nueva firma, pero especialmente entre estos últimos, en los que el incremento salarial se situó en el 0,7% en diciembre de 2012. Este incremento salarial se acerca a las recomendaciones acordadas por los agentes sociales a principios de año (0,5%) y queda bastante por debajo de la inflación en este año. Asimismo, en estos convenios nuevos se estarían observando una cierta mayor dispersión salarial¹ y un mayor porcentaje de convenios con caídas o congelaciones nominales de los salarios, a pesar del repunte de la inflación a finales de 2012 (véase gráfico 3). En relación con 2013, la información referida hasta el mes de abril muestra unos incrementos salariales muy reducidos en los

convenios de nueva firma (0,2%), que, aunque aún afectan a un colectivo reducido de trabajadores (383.000), indicarían una profundización de la moderación salarial en la negociación colectiva de este año.

Por otra parte, se observa una progresiva tendencia hacia un menor grado de indexación salarial medido por el porcentaje de trabajadores cubiertos con cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. Este porcentaje, que se ha situado tradicionalmente entre el 60% y el 70%, ha descendido hasta el 45% en 2012. De hecho, en los convenios de nueva firma esta reducción es más acusada y la presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación se redujo hasta el 33% en los convenios nuevos. Entre estos convenios de nueva firma, se observa que en torno al 75% de ellos estarían cumpliendo, al menos en parte, las recomendaciones del AENC firmado por los agentes sociales a principios de año. En particular, un análisis de los convenios nuevos firmados desde principios de 2012 muestra que alrededor de la mitad solo prevén la activación de las cláusulas de salvaguarda a partir del 2%, mientras que en torno al 25% utiliza la inflación europea en lugar de la española como referencia nominal, lo que reduce de manera adicional la indexación de los incrementos salariales. En conjunto, según los primeros datos disponibles, esto se ha traducido en un impacto considerablemente inferior de las cláusulas de salvaguarda en 2012 (0,25 pp), cuando, dado el repunte de la inflación a finales de 2012 (2,9%), hubiera sido posible esperar un impacto

¹ Medida por el coeficiente de variación del incremento salarial de los convenios de nueva firma.

FLUJOS DE SALIDA DEL EMPLEO Y DEL DESEMPLEO, POR FASES DE LA CRISIS (a)

	II TR 2008- I TR 2010	II TR 2010- I TR 2011	II TR 2011- I TR 2012	II TR 2012- IV TR 2012
Flujos de salida del empleo (% empleo en t - 1)				
Totales	7,8	7,4	7,8	7,8
Mercado	8,5	8,0	8,4	8,4
No mercado	4,3	4,7	5,3	5,1
Flujos de salida del empleo por tipo de contrato (% empleo en t - 1)				
Indefinidos	1,8	1,5	1,7	1,9
Temporales	12,8	14,5	15,8	17,1
Flujos de salida del empleo por tipo de contrato y sector (% empleo en t - 1)				
Indefinidos-mercado	2,1	1,9	2,1	2,3
Temporales-mercado	14,1	15,8	17,1	18,6
Indefinidos-no mercado	0,2	0,2	0,2	0,3
Temporales-no mercado	7,1	9,4	10,6	11,3
Flujos de salida del desempleo (% desempleo en t - 1)				
Totales	39,7	32,7	30,4	28,7
Al empleo	23,0	18,4	16,8	15,7
Al empleo temporal	18,2	15,0	13,7	12,8
Al empleo indefinido	1,7	1,3	1,3	1,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

a Promedios para cada período de las tasas trimestrales de salida del empleo y del desempleo calculadas a partir de los flujos de la EPA.

cercano a 1 pp si se hubiera mantenido el comportamiento de años precedentes.

En conjunto, esta evolución salarial empieza a reflejar una mayor respuesta de los incrementos salariales a la situación específica de las empresas y los sectores de actividad, en línea con el objetivo perseguido por la reforma laboral. No se observan, sin embargo, cambios significativos en la estructura de la negociación, con un peso relativo de los convenios de empresa muy similar al observado previamente. Por otra parte, es aún muy escasa la información disponible para evaluar la efectividad del conjunto de medidas adoptadas para facilitar los descuelgues de los convenios sectoriales y modificar las condiciones laborales pactadas en los convenios colectivos.

En cambio, en el ámbito del empleo no se observan cambios en las pautas recientes de creación y destrucción de empleo. En particular, los flujos de destrucción (véase el cuadro adjunto) se han mantenido en niveles muy elevados y protagonizados por los asalariados con contrato temporal, tanto en el sector público como en el privado. Por colectivos de trabajadores, se mantuvieron más elevados para los ocupados de nacionalidad extranjera, en parte por la mayor intensidad en la destrucción de empleo que siguió observándose en el sector de la construcción. Por el lado de la creación de empleo,

se ha mantenido a su vez la tendencia decreciente de la tasa de salida del desempleo. En este sentido, cabe pensar que se necesita más tiempo para empezar a detectar cambios en la dinámica de ajuste del mercado de trabajo, pues los diferentes cambios introducidos, tanto en los despidos colectivos como en los individuales, y su interacción con el proceso de negociación salarial deberían conducir a un reparto más equilibrado de las necesidades de ajuste entre trabajadores temporales e indefinidos, reduciendo la elevada dualidad que caracteriza al mercado laboral español. La información disponible, en este sentido, es aún muy preliminar, aunque apunta a que los cambios en la definición de despido por causas económicas habrían permitido que alrededor del 40 % de los despidos individuales se realicen por estas causas (frente al 10 %-15 % en la primera fase de la crisis), mientras que los datos sobre la composición de los despidos colectivos muestran que la mayor parte de ellos no son de extinción laboral, sino de reducción de jornada (22 %) y de suspensión temporal de la relación laboral (61 %).

En conjunto, en los últimos trimestres se observa una pauta de moderación salarial cuya profundización resulta vital para acelerar la recuperación de las pérdidas de competitividad de la economía española y, de esta forma, sentar las bases de un mayor crecimiento económico en el futuro que permita una reducción duradera de la tasa de desempleo.

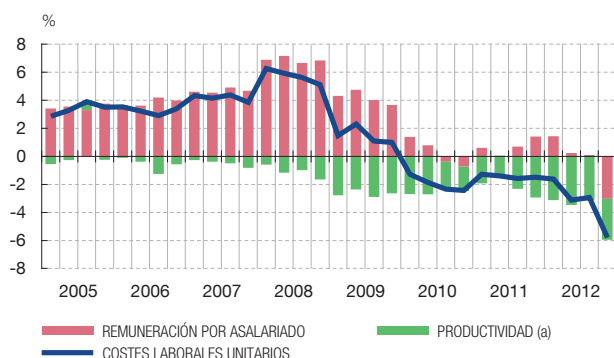
inflación subyacente corregida de estos efectos permaneció en cotas relativamente moderadas. En abril de este año, la tasa de inflación aproximada por el IPC registraba una tasa interanual del 1,4 % y el IPSEBENE del 1,9 %, tasas que todavía están afectadas por los factores con impacto temporal mencionados. A medida que se vayan cancelando estos efectos, la inflación debería retomar una trayectoria de mayor moderación, al igual que los diferenciales de inflación con la UEM (véase gráfico 1.6).

El déficit exterior se redujo sustancialmente en 2012

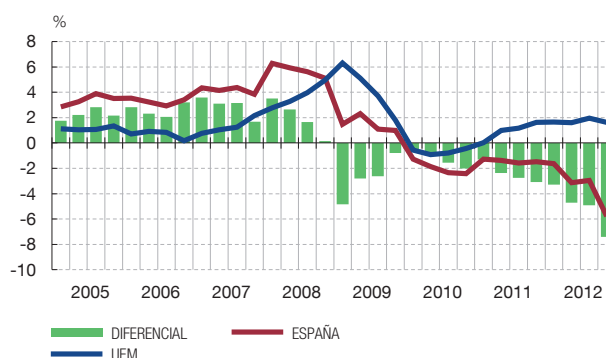
A su vez, el descenso de las necesidades de financiación de la nación se intensificó en 2012, hasta alcanzar un 0,2 % del PIB en el conjunto del ejercicio (3,2 % en 2011), tras una segunda mitad del año en la que se generó capacidad de financiación, por primera vez desde 1995. Desde la óptica de los sectores institucionales, esta mejora se debió exclusivamente al exceso de ahorro sobre inversión de las sociedades no financieras, que incrementaron su capacidad de financiación hasta el 3,5 % del PIB (frente a un déficit del 10,7 % del PIB en 2007). En cambio, los hogares prolongaron un año más la trayectoria de disminución en su capacidad de financiación y el sector AAPP aumentó sus necesidades de financiación, hasta cerrar el año con un déficit de las AAPP del 10,6 % del PIB. No obstante, el déficit público se redujo hasta el 7 % del PIB cuando se excluye el impacto de las ayudas financieras.

Pese a la intensa reducción de las necesidades de financiación de la nación, la demanda de fondos para renovar los vencimientos de la abultada deuda exterior fue muy cuantiosa y difícil de satisfacer en los mercados. En el conjunto de 2012, las salidas netas de fondos representaron un 17 % del PIB, lo que hizo imprescindible el recurso del sistema bancario a la liquidez del Eurosistema, como ya se ha señalado. Esta trayectoria revirtió a partir de septiembre del año pasado.

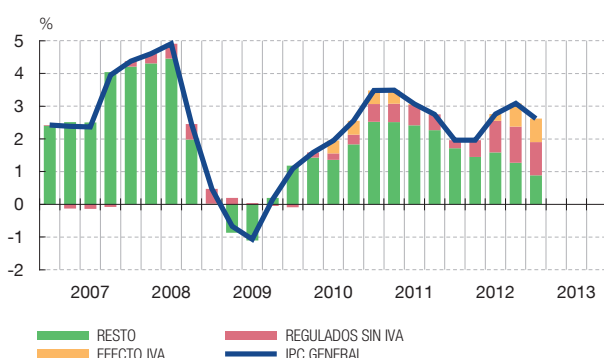
COSTES LABORALES UNITARIOS
Tasas interanuales



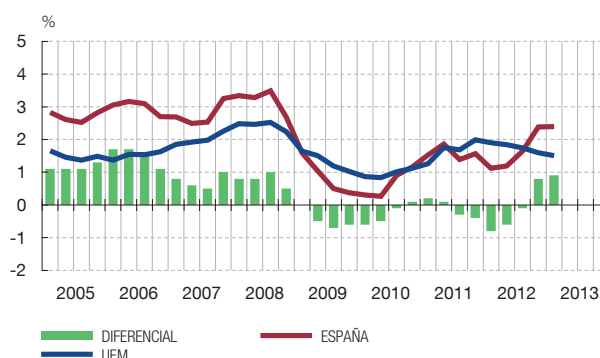
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL (IPC)
Contribuciones a la tasa interanual



ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS NO ELABORADOS
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales cambiadas de signo.

Esta segunda recesión ha alcanzado su fase más restrictiva en el paso del 2012 al 2013 y cabe esperar una paulatina superación de este episodio a lo largo de este año. Las perspectivas de afianzamiento de una recuperación dependen del contexto externo y del avance en los ajustes en los que está inmersa la economía española y que son fundamentales para la recuperación de la confianza y el mantenimiento de la financiación externa.

3 El avance en los procesos de ajuste

La economía se encuentra en medio de un proceso de ajuste bajo condiciones financieras muy estrictas, en el que las políticas de oferta y de reforma estructural han de desempeñar un papel determinante de recuperación de la confianza y de impulso al crecimiento

La sostenibilidad de la recuperación dependerá del ritmo y del alcance de los ajustes pendientes

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de ajuste muy profundo en medio de circunstancias muy adversas. Las condiciones financieras continúan siendo muy estrictas a pesar del alivio de las tensiones en el área del euro, y no existe margen de maniobra significativo para el recurso a las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda, más allá del que puede provenir de la normalización del mecanismo de transmisión de la política monetaria, que todavía hoy se encuentra dañado. Corresponde a las políticas de oferta y de reforma estructural desempeñar un papel determinante en la recuperación de la confianza interna y externa y en el impulso del crecimiento a medio y largo plazo, que permitan aliviar los efectos a corto plazo de los procesos de ajuste.

El ritmo y el alcance de los ajustes serán los principales determinantes de la fuerza y de la sostenibilidad de la recuperación. La valoración de estos procesos es el aspecto más relevante del análisis de la coyuntura y de las perspectivas de crecimiento. A continuación se realiza un análisis selectivo de estos ajustes, abordándose sucesivamente el reequilibrio

externo, la consolidación presupuestaria, el desendeudamiento del sector privado y, por último, la reestructuración del sistema bancario.

3.1 LA RECUPERACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD Y EL REEQUILIBRIO EXTERIOR

La mejora de la competitividad y la corrección del desequilibrio externo constituyen objetivos centrales de la política económica

Avances en la competitividad impulsarán al sector exterior como motor del crecimiento y ayudará en la difícil tarea de conseguir una mejora permanente de las cuentas exteriores

La recuperación de la competitividad dentro de la UEM requiere ajustes, en términos comparativos, de salarios, productividad y márgenes

Los índices de competitividad-precio reflejan mejoras, que son más acusadas en términos de costes laborales unitarios

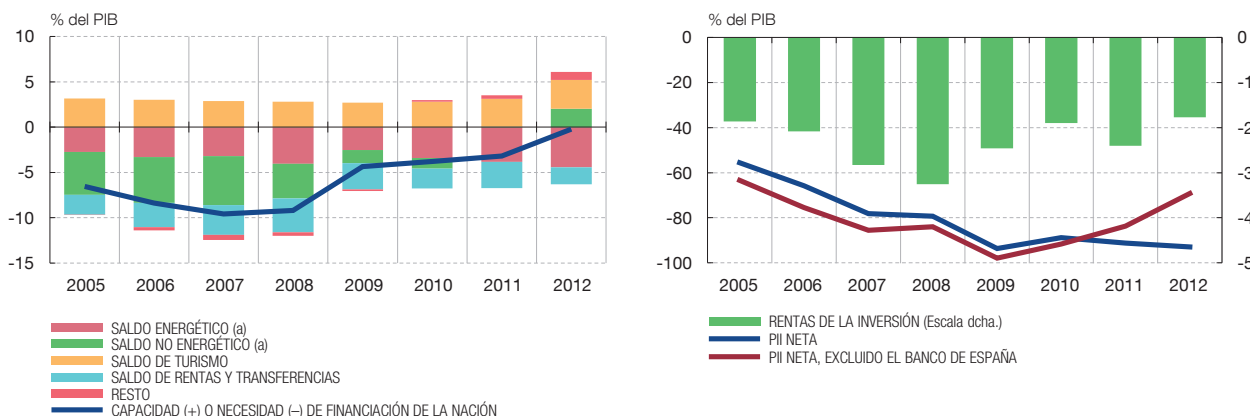
La pérdida de competitividad, el abultado desequilibrio exterior (impulsado, en parte, por la presión del gasto interno) y la elevada dependencia del ahorro externo fueron ingredientes fundamentales del deterioro que registró la economía española una vez que la crisis financiera internacional, la gran recesión y la crisis de la deuda soberana cambiaron la actitud ante el riesgo de los inversores y se produjo un gran repliegue de la financiación transfronteriza. En estas condiciones, la mejora de la competitividad y la corrección del desequilibrio externo se han convertido en exigencias fundamentales para la recuperación de la economía española.

El logro de mejoras sustanciales en la competitividad es imprescindible para asegurar que el sector exterior pueda seguir amortiguando el impacto de una demanda interna que estará sometida, durante algún tiempo, a los efectos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación presupuestaria. Desde una perspectiva más de medio plazo, un modelo productivo más orientado a las exportaciones y con mayor peso de las actividades comercializables propiciará una asignación más equilibrada de los recursos productivos y esto, a su vez, favorecerá una menor dependencia importadora. Adicionalmente, para resolver el problema de endeudamiento exterior excesivo es imprescindible enderezar de forma sostenible la situación de la balanza de pagos.

Dentro de la UEM, y sin la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento de política económica, la única vía para recuperar competitividad y reabsorber los desfases de precios relativos con países pertenecientes a la zona del euro es mediante un proceso de ajuste de costes y precios, junto con aumentos de productividad, derivados de un funcionamiento económico más eficiente.

En España, las pérdidas de competitividad fueron muy cuantiosas durante la primera década de pertenencia a la moneda única, en un contexto en el que las características de los mercados de productos y factores impidieron que el canal de ajuste de precios y costes relativos funcionara adecuadamente. Esta falta de respuesta de las variables nominales a los requerimientos cíclicos se prolongó durante los primeros años que siguieron a la crisis financiera internacional, lo que contribuyó a profundizar el proceso de destrucción de empleo, de modo que las incipientes mejoras de los índices de competitividad descansaron únicamente en las ganancias de productividad generadas por este proceso de reducción de empleo. Posteriormente, los salarios entraron en una senda de moderación, que se intensificó en 2012, mientras que la productividad continuó aumentando a lo largo de estos años, al hilo de la prolongación de la negativa trayectoria del mercado laboral. Por su parte, los márgenes han seguido un perfil contracíclico, en parte por el objetivo de las empresas de sanear su posición patrimonial y estar en mejor situación para afrontar la difícil situación financiera, aunque su aumento también refleja la persistencia de falta de competencia en algunos sectores.

En conjunto, los diferentes índices que aproximan la evolución de la competitividad-precio han acopiado mejoras de diferente grado de intensidad, más pronunciadas cuando se aproximan por los costes laborales unitarios (CLU). Para el agregado de la economía de mercado esta variable suma un descenso de 7 pp desde el tercer trimestre de 2009 (cuando inició su trayectoria descendente), lo que supone una corrección de dos terceras partes del diferencial con la zona del euro que había acumulado desde el inicio de la UEM.



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.

A su vez, la corrección del diferencial en términos de los CLU para el total de la economía se ha completado ya en 2012, si bien el comportamiento en este último año estuvo muy influido por el descenso de los salarios en el sector público.

La disminución del déficit exterior se aceleró en 2012, hasta su práctica eliminación

El proceso de corrección del déficit exterior que comenzó tímidamente en 2007 se intensificó en 2012, situándose el saldo de esta partida en un -0,2 % del PIB. Las proyecciones disponibles apuntan a que este año se consolidará el signo positivo que ha mostrado la balanza de pagos en la parte final del pasado ejercicio, y que esta trayectoria se prolongará el año que viene.

Desde 2007, solo las rentas de inversión y la factura energética han frenado la mejora en la capacidad de financiación

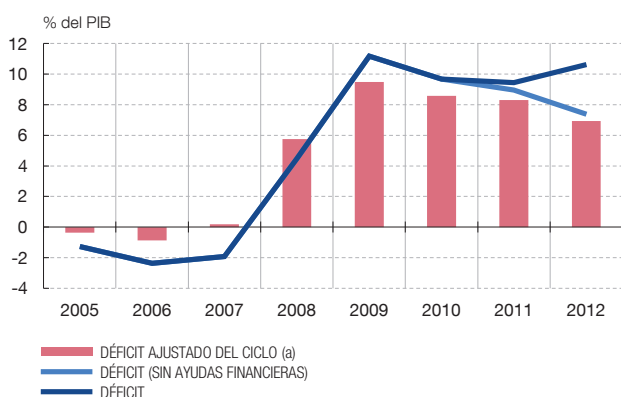
Cuando se analiza por componentes, se observa que la disminución de las necesidades de financiación desde 2007 (de 9 pp del PIB) se ha basado principalmente en la mejora del saldo comercial de bienes no energéticos, que ha recortado su déficit en 6,5 pp, hasta alcanzar un superávit en 2012. Los intercambios de servicios con el exterior han contribuido en el mismo sentido, aunque en una cuantía inferior (1,5 pp), debido al cambio de signo del saldo de los servicios no turísticos y al mantenimiento de un superávit correspondiente a los servicios turísticos en niveles precrisis, aunque con ciertas oscilaciones a lo largo de estos años. En sentido contrario, el elevado peso que han representado el déficit energético y el déficit de rentas constituye un freno del margen de mejora de la capacidad de financiación.

La reducción de las necesidades de financiación en 2012 siguió una pauta similar a la descrita para el conjunto del período, salvo en lo que se refiere al déficit de rentas de inversión, que disminuyó como resultado de la caída de los tipos de interés y del cambio de composición en la Posición de Inversión Internacional (PII), factores ambos de naturaleza esencialmente transitoria (véase gráfico 1.7).

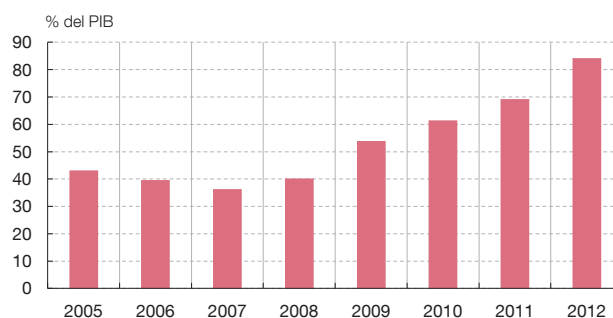
El ajuste del sector exterior se ha basado en la debilidad del gasto interno, pero también en las ganancias de competitividad

Desde el punto de vista de la contribución relativa de las exportaciones y de las importaciones a la mejora del saldo de bienes y servicios frente al exterior, algo más de dos terceras partes refleja el aumento de las exportaciones —con un incremento en el margen intensivo pero también de la base exportadora—, y el resto, el descenso de las importaciones, como consecuencia, principalmente, de la debilidad de la demanda. Esta evolución, unida a la información que proporcionan indicadores del carácter más o menos estructural del ajuste, indica que los factores cíclicos han desempeñado un papel relevante

DÉFICIT DE LAS AAPP



DEUDA DE LAS AAPP



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

en este ajuste, si bien el peso de las ganancias de competitividad está adquiriendo una importancia creciente en la corrección del desequilibrio exterior.

Se ha detenido el aumento del endeudamiento neto exterior, pero hay que asegurar su disminución en una fase de mayor crecimiento

La disminución del déficit exterior ha permitido detener la dinámica expansiva de la posición deudora frente al exterior, que alcanzó un nivel máximo de casi el 94 % del PIB en 2009, uno de los más elevados de la zona del euro. No obstante, en 2012 la PII se situaba todavía por encima del 90 % del PIB. El saldo de los intercambios con el exterior una vez descontado el déficit de rentas alcanzó un superávit en el entorno del 1,6 % del PIB, lo que sitúa a la economía española en buena posición para empezar a corregir ese saldo deudor. No obstante, dada la evolución previsible de las sub-balanzas energéticas y de rentas a corto plazo, y el hecho de que su déficit solo pueda ser corregido de forma gradual, es imprescindible seguir generando ganancias de competitividad que impulsen las exportaciones netas de bienes y servicios e incrementen el saldo primario de la balanza de pagos.

En resumen, pese a la intensa corrección del desequilibrio exterior, la situación del sector muestra una serie de fragilidades que han de superarse para asegurar que el superávit y la disminución de la posición deudora internacional puedan mantenerse en una fase de mayor crecimiento.

3.2 CONSOLIDACIÓN FISCAL

La consolidación presupuestaria progresó en 2012, siguiendo un proceso que se está revelando costoso...

En 2012 la economía española continuó el proceso de consolidación fiscal que había iniciado en 2010. La necesidad de financiación de las AAPP ascendió al 10,6 % del PIB, aunque debe tenerse en cuenta que esta cifra incluye el impacto derivado de las ayudas concedidas a las instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital, en una cuantía del 3,6 % del PIB. Si se descuenta este efecto, desde 2009 el déficit de las AAPP se redujo en 4,2 pp, hasta el 7%, mientras que la ratio de deuda pública se incrementó en 50 pp, desde el mínimo observado en 2007 hasta el 84,2 % del PIB de 2012 (30,3 pp desde 2009) (véase gráfico 1.8).

La disminución del déficit público se está revelando un proceso costoso, como muestra el hecho de que las importantes medidas adoptadas, tanto en términos de la variedad de las partidas presupuestarias afectadas como de la magnitud de los ajustes instrumentados, se hayan traducido en avances acotados, manteniéndose una cifra de déficit todavía elevada (véase recuadro 1.2). La disminución desde 2009 del déficit estructural primario, de 6,5 pp, cuando se computa sin ayudas financieras, ilustra más claramente la magnitud del esfuerzo fiscal realizado.

El deterioro de la posición fiscal ha sido una de las consecuencias más generalizadas de la crisis económica y financiera en la mayoría de los países desarrollados. En el caso concreto del área del euro, este deterioro, junto con las dudas sobre las perspectivas de crecimiento, la incertidumbre sobre los costes de reestructuración de los sistemas bancarios y las carencias en la gobernanza de la zona del euro, fue de hecho el origen de la crisis de deuda soberana que se inició en Grecia y que con posterioridad se extendió al resto de países periféricos. Las autoridades europeas entendieron desde el primer momento que la superación de esta crisis requería un conjunto de actuaciones, entre las que se consideró como prioritario el seguimiento de procesos de consolidación fiscal, que en la mayoría de los países se iniciaron en 2010, con el objetivo de recuperar la confianza de los mercados internacionales y evitar que la deuda pública se situara en una trayectoria insostenible.

La implementación de estos procesos de consolidación fiscal se ha visto sujeta a dificultades, resultando en muchos casos en incumplimientos reiterados de los objetivos fiscales marcados inicialmente. En este contexto, ha surgido un intenso debate sobre la adecuación del ritmo temporal y grado de ajuste fiscal de las economías. Una buena parte de este debate se ha concentrado en el análisis del valor de los denominados «multiplicadores fiscales». Este recuadro analiza esta cuestión, proporcionando evidencia empírica para el caso español y discutiendo sus implicaciones sobre la pauta de consolidación fiscal.

Debe reconocerse que existe gran incertidumbre sobre los efectos macroeconómicos de la política fiscal. En particular, en el corto plazo, el impacto del déficit público sobre la tasa de crecimiento depende de un conjunto muy amplio de condiciones, tales como la composición del ajuste (la distribución del esfuerzo entre distintas medidas de reducción de gasto o aumento de impuestos), el momento cíclico, los niveles de deuda de partida, el comportamiento de la política monetaria o el régimen del tipo de cambio. La literatura ha enfatizado la posibilidad de que los llamados «multiplicadores fiscales» sean mayores en situaciones macroeconómicas como las actuales, de recesión económica y/o crisis financiera, debido a que existen más recursos ociosos en la economía y/o los agentes pueden estar más restringidos, o en las que

la política monetaria no puede reaccionar compensando los efectos de la restricción fiscal por situarse los tipos de interés en su límite inferior. Para el caso concreto de España, se han estimado estos multiplicadores fiscales bajo distintas circunstancias (véase cuadro adjunto). En general, se confirma la importancia de tener en cuenta las condiciones macroeconómicas a la hora de anticipar los efectos de la política fiscal. En particular, se muestra que los multiplicadores del gasto público (consumo e inversión pública) son más elevados en momentos de recesión económica y estrés financiero, si bien las diferencias en su valor frente a etapas de expansión son más reducidas que las estimadas para Estados Unidos¹.

En el mismo sentido, Blanchard y Leigh (2013), en un influyente trabajo reciente, muestran evidencia de que durante la crisis económica las proyecciones macroeconómicas del FMI han sido optimistas de manera sistemática y que estos errores están correlacionados con la magnitud de los ajustes fiscales previstos, lo que sugeriría que los efectos restrictivos de las consolidaciones fiscales estarían siendo más elevados que los derivados de los multiplicadores utilizados en los modelos de proyección macroeconómica (que, aunque depende del instrumento fiscal utilizado, se situarían en general por debajo del 0,5). La evidencia mostrada parece, sin embargo, sugerir que estas conclusiones no son extrapolables a todos los países analizados. En este sentido, se ha efectuado un análisis similar para el caso español, en el que, en primer lugar, se calculan los errores de previsión observados para la economía española en los ejercicios de previsión del Eurosistema, corrigiéndolos del impacto de los cambios observados en los

1 Las estimaciones de los multiplicadores para los estados de expansión/recesión económica, estrés/no estrés financiero y estrés/no estrés fiscal mostrados en el cuadro adjunto se han aproximado a partir de la brecha de producción, la tasa de morosidad y las variaciones en el nivel de deuda pública, respectivamente. Alternativamente, los estados de expansión/recesión se han aproximado a partir del crecimiento del PIB real y la tasa de paro, los de crisis/no crisis financiera a partir del flujo de crédito al sector privado y los de estrés/no estrés fiscal a partir del nivel de deuda pública sobre el PIB y el déficit público, y los resultados no cambian de forma significativa. Por otro lado, las diferencias entre regímenes en los multiplicadores presentados en el cuadro son, en general, estadísticamente significativas.

Régimen	Multiplicador para una perturbación negativa del gasto público (a)	
	Cuatro trimestres después de la perturbación	Ocho trimestres después de la perturbación
Expansión	-0,47 *	-0,25 *
Recesión	-1,15 *	-1,67 *
No estrés fiscal	-0,73 *	-0,31 *
Estrés fiscal	-0,12	-0,16
No estrés financiero	-0,61 *	-0,06
Estrés financiero	-0,96 *	-0,89 *

FUENTE: Hernández de Cos y Moral-Benito (2013).

NOTA: * significativo estadísticamente al 5 %.

a Los multiplicadores del cuadro recogen la respuesta del PIB a una disminución de un euro en el gasto público.

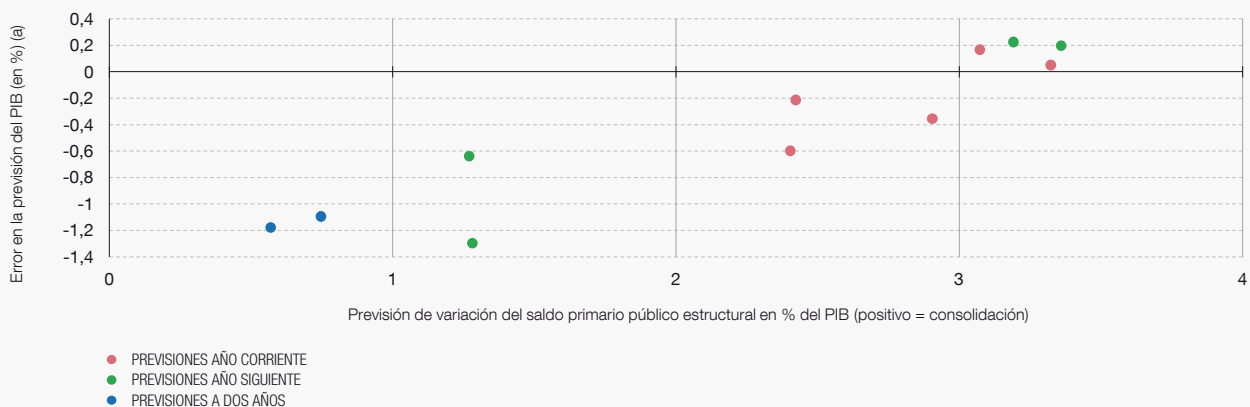
supuestos externos, incluidos los fiscales, respecto a los utilizados en el momento de efectuar las previsiones (véase gráfico 1). Las conclusiones de este análisis muestran, por una parte, que los errores de previsión no han sido siempre del mismo signo y, por otra, que estos errores de previsión no están correlacionados negativamente con la consolidación fiscal inicialmente prevista, conclusión que no respaldaría la idea, para el caso español, de que los multiplicadores estuvieran siendo significativamente más elevados en la situación actual que los incorporados en los modelos de proyección.

Dado el posible efecto de la política fiscal sobre la confianza de los agentes, la literatura ha enfatizado también la posibilidad de que

los multiplicadores sean menores, o incluso negativos, bajo situaciones de estrés fiscal, lo que puede ser también relevante en la situación actual, dados los incrementos observados de los ratios de deuda pública sobre el PIB y de las primas de riesgo. En este sentido, se encuentra evidencia para el caso español de que los multiplicadores son menores en situaciones de estrés fiscal determinadas por incrementos anormalmente grandes en el nivel de endeudamiento público (véase cuadro adjunto).

La determinación del nivel de estrés fiscal está relacionada con los conceptos que están siendo discutidos actualmente en la literatura económica de «límite fiscal» y «umbral de deuda». Este último podría definirse como el nivel de deuda pública que los mercados

1 ERRORES DE PREVISIÓN DEL PIB REAL Y CONSOLIDACIÓN FISCAL. EL CASO ESPAÑOL

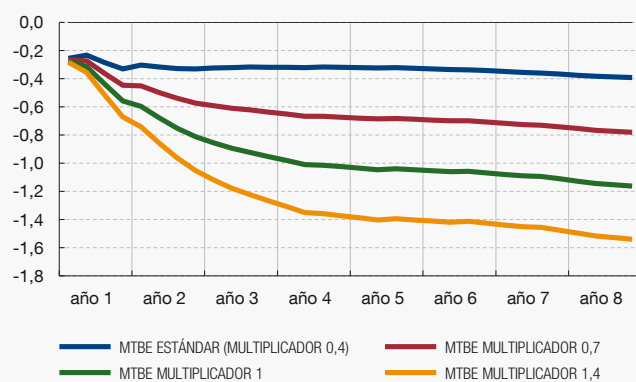


FUENTE: Banco de España.

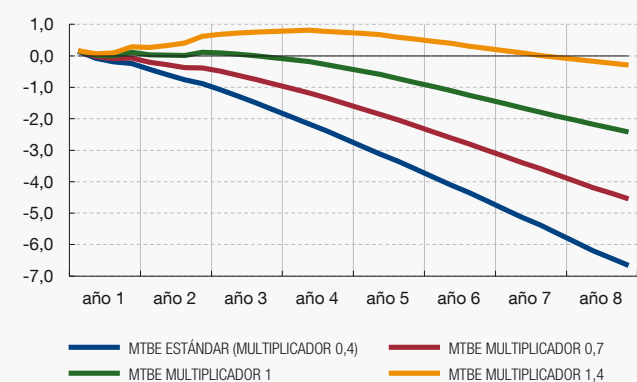
a Corregido de desviaciones en los supuestos exógenos: se utiliza el MTBE para aproximar cómo habría cambiado la previsión si se hubiera dispuesto originalmente de supuestos correctos para el sector exterior, los tipos de interés, y la cuantía y composición de la consolidación fiscal finalmente observada. Los resultados son similares si no se aplica esta corrección.

2 CONSOLIDACIÓN FISCAL, VALOR DE LOS MULTIPLICADORES Y EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB. EL CASO ESPAÑOL (a)

2.1 MULTIPLICADOR (RESPUESTA DEL PIB A LA PERTURBACIÓN FISCAL)



2.2 RESPUESTA DE LA DEUDA PÚBLICA A LA PERTURBACIÓN FISCAL (DIFERENCIA % DEL PIB)



FUENTE: Banco de España.

a Respuesta del PIB y de la ratio de deuda sobre el PIB ante una perturbación fiscal basada en aumentos de impuestos y reducciones de gastos, simulada con distintos valores para el multiplicador fiscal (MTBE estándar es el valor habitualmente utilizado, mientras que los demás resultados se obtienen añadiendo a esta simulación una respuesta negativa —de distinta intensidad— de la confianza de hogares y empresas ante el shock fiscal, que genera multiplicadores más elevados).

consideran implícitamente como referencia y a partir del cual una economía empezaría a encontrarse sujeta a dificultades para financiarse en los mercados a costes compatibles con sus fundamentales, en la medida en que a partir de dicho límite de deuda los agentes comenzarían a percibir riesgos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas del país. La evidencia disponible para España sobre esta cuestión [véase Andrés *et al.* (2013)] sugiere que el nivel de deuda pública alcanzado en la actualidad se acercaría al entorno de dicho umbral, de manera que el anclaje de las expectativas de los agentes en la estabilización de la deuda en dichos niveles o inferiores resultaría relevante para mitigar las presiones sobre los costes de su financiación.

Dadas estas consideraciones, se puede concluir que la estrategia de ajuste fiscal debe tener en cuenta no solo la evolución de la actividad económica, sino también los costes de retrasar excesivamente la consolidación en términos de riesgos para la credibilidad y su impacto sobre la confianza de los agentes. En este sentido, resulta relevante plantearse la cuestión de qué valor deberían alcanzar los multiplicadores fiscales para que la consolidación fiscal genere un incremento de la ratio de deuda pública sobre el PIB, esto es, el impacto contrario al pretendido (lo que se conoce como «consolidaciones *self-defeating*»). Para ello se ha realizado

un ejercicio de simulación utilizando el modelo trimestral del Banco de España (MTBE), en el que se analiza el efecto de un ajuste fiscal basado a partes iguales en reducciones de gastos y transferencias, y en aumentos de impuestos, con distintos supuestos sobre los valores de los multiplicadores fiscales (que oscilan entre 0,4 y 1,5). Los resultados muestran que en todos los casos la ratio de deuda sobre el PIB se reduce en el medio y largo plazo, aunque cuando el multiplicador *ex ante* alcanza un valor de 1,5 (que se consigue imponiendo una reacción muy negativa de los agentes ante el ajuste²) la ratio de deuda pública puede elevarse temporalmente en el corto plazo (véase gráfico 2). La conclusión de este análisis es que, aunque los multiplicadores se situaran en niveles más elevados que los promedios observados en el pasado pero se mantuvieran en rangos razonables, en general no cabría esperar consolidaciones *self-defeating* en el caso español.

2 El carácter extremo de esta simulación con un multiplicador de 1,5 se pone de manifiesto en el hecho de que en ella la caída de la actividad es tan marcada que el déficit público, *ex post*, apenas se reduce, debido al efecto negativo sobre los impuestos y las prestaciones. El hecho de que en los últimos años sí se haya observado en España una importante reducción del déficit público sería un indicador más de que el multiplicador fiscal de las medidas adoptadas no ha alcanzado estos niveles tan elevados.

... por el creciente peso de la carga financiera, las adversas condiciones cíclicas y las características del proceso de ajuste de la economía

Entre las dificultades a las que se está enfrentando la consolidación presupuestaria hay que mencionar, en primer lugar, el creciente peso de la carga financiera, que se ha duplicado como porcentaje del PIB (hasta alcanzar el 3 % en 2012). En segundo lugar, el hecho de que este proceso se esté realizando bajo unas condiciones económicas muy adversas comporta una aceleración de las partidas de gasto más vinculadas al ciclo económico (prestaciones por desempleo, fundamentalmente) y una merma en la capacidad recaudatoria. Y en este mismo sentido actúan las características del proceso de ajuste de la economía española, en el que, como se acaba de señalar, la única fuente de mejora de la actividad está siendo el sector exterior, lo que limita el potencial de expansión de los ingresos impositivos.

El ajuste ha sido mayor por el lado del gasto que por el de los ingresos, aunque con un elevado sesgo hacia los gastos de capital

La consolidación fiscal se ha concentrado hasta el momento en mayor medida en el lado del gasto público que en el de los ingresos, con un peso muy elevado del ajuste en los gastos de capital (en particular, en la inversión pública y, en menor medida, en la remuneración de asalariados, que se situaron en 2012 en el 40 % y el 90 %, respectivamente, de su nivel observado en 2009). En el caso de los impuestos, los incrementos fueron generalizados en todas las figuras tributarias, aunque con un sesgo hacia la imposición indirecta, frente a la directa.

Por agentes, la disminución del déficit de las AAPP fue el resultado del esfuerzo de contención de los distintos subagentes, salvo la Seguridad Social

El esfuerzo de ajuste se concentró inicialmente en la Administración Central, y en particular en 2012 se extendió a las Administraciones Territoriales, que redujeron de forma significativa sus desequilibrios en dicho año, tras las dudas suscitadas sobre su capacidad de ajuste en los años previos. Por el contrario, la Seguridad Social ha mostrado un paulatino deterioro de su saldo, que se convirtió en deficitario en 2012 (-1 % del PIB, o del -3,2 % neto de las transferencias recibidas principalmente del Estado), como resultado de la combinación de la dinámica alcista del gasto en pensiones —determinada esencialmente por

la evolución demográfica— con el impacto de la negativa evolución del mercado de trabajo sobre las cotizaciones sociales y las prestaciones por desempleo.

En 2012 se aplicó por primera vez la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera

La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera ha contribuido en su primer año de vigencia a reforzar la transparencia en relación con la información sobre la ejecución presupuestaria de las CCAA, lo que debería facilitar la aplicación de la parte preventiva de la ley. Esta última incorpora asimismo procedimientos de corrección de las desviaciones presupuestarias muy potentes, que no se han aplicado todavía.

Las dificultades de obtención de financiación en los mercados por parte de las CCAA y los retrasos en los pagos a proveedores se han abordado mediante la instauración de distintos fondos de apoyo a la financiación de las Administraciones Territoriales intermedias por la Administración Central (Fondo de Liquidez Autonómica y Plan de Pago a Proveedores), cuya utilización comporta el cumplimiento de los planes de ajuste acordados. La implementación equilibrada de los mecanismos que suministra la ley en los casos en que se observen desviaciones respecto a los objetivos marcados en los citados planes de ajuste es indispensable para evitar que este tipo de ayudas genere incentivos inadecuados.

A pesar del esfuerzo realizado, el tamaño del ajuste pendiente es todavía significativo, pero ineludible

Los supuestos fiscales utilizados en el último «Informe de proyecciones sobre la economía española», publicado en el *Boletín Económico* de marzo, situaban el déficit público en el entorno del 6 % del PIB a lo largo del horizonte de proyección (2013 y 2014), cifras que, de materializarse, no permitirían quebrar la tendencia creciente de la ratio de deuda pública sobre el PIB en el futuro inmediato. Este escenario fiscal pone de manifiesto que, a pesar del intenso proceso de consolidación fiscal realizado, la magnitud del ajuste pendiente es todavía muy significativa si se pretende iniciar un proceso de reducción duradero del endeudamiento del sector público que sea coherente con los requisitos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera y con los compromisos asumidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

3.3 SANEAMIENTO, RECAPITALIZACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO²

La recaída de la economía española y la crisis de confianza del euro aumentaron la presión sobre el sistema bancario

El proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados en el sistema bancario español durante la fase expansiva se vio negativamente afectado por la confluencia de la recaída de la actividad en España y de la crisis de confianza del euro. La calidad crediticia de los activos bancarios sufrió un deterioro adicional y la capacidad de los bancos españoles para acceder a los mercados internacionales de financiación se vio severamente constreñida. Como ha ocurrido desde el comienzo de esta crisis bancaria, las tensiones afectaron de manera muy heterogénea a las entidades.

Se aceleró el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema mediante una estrategia basada en cuatro pilares...

El agravamiento de la situación obligó a acelerar el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario. Una importante línea de actuación basculó sobre el saneamiento de los balances bancarios. Los reales decretos leyes 2/2012 y 18/2012 establecieron un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a los activos inmobiliarios, incrementando los niveles de las provisiones específicas y genéricas. Posteriormente, se llevó a cabo una prueba de resistencia detallada y rigurosa para evaluar la capacidad de cada entidad individual para hacer

² Para un análisis más detallado de la situación financiera de las entidades españolas, véanse el *Informe Anual, 2011*, el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*, del Banco de España, donde se tratan estos temas con mayor profundidad.

frente a situaciones razonablemente extremas de agudización adicional de las dificultades. Una vez identificadas de este modo las necesidades de reforzamiento del capital de cada banco, el siguiente paso de la estrategia consistió en el diseño de un mecanismo y unas condiciones específicas para la recapitalización y la reestructuración de los bancos que lo necesitaran y para la resolución ordenada de aquellos que no fueran viables. Paralelamente se articularon procedimientos para la segregación y la transmisión de los activos y préstamos inmobiliarios fuera de las entidades en reestructuración. Por último, el esquema de actuación se completó con la puesta en marcha de una reforma sustantiva de la regulación vigente. En el recuadro 1.3 se desarrollan con más de detalle los elementos principales de estas actuaciones.

... que contó con la asistencia financiera del MEDE

En una coyuntura del área del euro extraordinariamente frágil, dominada por la retroalimentación entre los riesgos soberano y bancario, la capacidad de la economía española para financiar por sus propios medios esta estrategia era muy limitada. El Gobierno español solicitó el apoyo de sus socios europeos y, en julio, se formalizó un programa de asistencia financiera para la recapitalización de las entidades españolas en situación de debilidad. El programa se dotó con unos recursos máximos por valor de 100 mm de euros y las condiciones para el desembolso de los fondos se materializaron en un Memorando de Entendimiento, en el que se plasmaron los ejes de actuación ya descritos.

Los avances realizados han sido muy significativos

El memorando impuso unos calendarios exigentes para el cumplimiento de las condiciones establecidas, que se han satisfecho estrictamente. En el último trimestre del pasado año y en el primero del corriente tuvieron lugar las revisiones del programa fijadas en el propio memorando y, en ambos casos, las misiones conjuntas de la Comisión Europea, el BCE, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y la Autoridad Bancaria Europea, con la colaboración del Fondo Monetario Internacional, realizaron una evaluación positiva del cumplimiento de las condiciones, posibilitando así el desembolso efectivo de los fondos.

Los recursos aportados por el MEDE han ascendido, finalmente, a algo más de 41 mm de euros. De ellos, 39 mm se han destinado a la recapitalización por parte del FROB de las entidades que no pudieron cubrir sus necesidades de capital por sus propios medios (las de los llamados «grupos 1 y 2», de acuerdo con la terminología del Memorando de Entendimiento). El resto ha financiado la participación del FROB en la SAREB, la sociedad creada para gestionar los activos inmobiliarios segregados de los balances de los bancos.

Entre los esfuerzos de recapitalización realizados en esta nueva etapa han de incluirse las ampliaciones privadas de capital y las ventas de algunos activos llevadas a cabo por los bancos del grupo 3³, que, de este modo, cubrieron sin recurrir a ayudas públicas la brecha de capital estimada en las pruebas de resistencia. Las necesidades de inyecciones públicas se redujeron también como resultado de la asunción de pérdidas por parte de accionistas y tenedores de instrumentos híbridos. Asimismo, hay que señalar que las reformas regulatorias llevadas a cabo incluyen la exigencia, para todas las entidades, de un coeficiente mínimo de capital principal del 9 % a partir de enero de este año.

El redimensionamiento de la actividad bancaria se aceleró también como resultado, entre otros factores, de los planes de reestructuración aprobados para los bancos de los grupos 1 y 2. En términos de oficinas, empleados o activos, estos planes contemplan reducciones para finales de 2017 que, en promedio, oscilan entre el 40 % y el 60 % con respecto a la situación en 2010. Y lo propio cabe señalar en relación con el proceso de saneamiento, que, fruto de las diferentes

3 Entidades para las que se identificaron necesidades de capital, pero que podían ser cubiertas por sus propios medios.

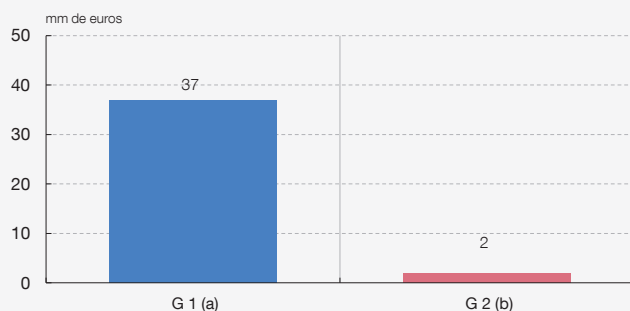
A lo largo de 2012 y de los primeros meses de 2013 se ha producido un avance muy significativo en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, basado fundamentalmente en cuatro líneas principales de actuación: la identificación de las necesidades individuales de capital de cada banco; una recapitalización y reestructuración —o, en caso de no viabilidad, resolución ordenada— de las entidades en situación de mayor vulnerabilidad; el saneamiento, la segregación y la transferencia de los activos relacionados con el sector inmobiliario, y, por último, una importante reforma regulatoria.

Dado que este plan de acción requería la movilización de fondos públicos y que las tensiones financieras y las elevadas necesidades de financiación del sector público limitaban la capacidad de obtención de los recursos a precios razonables en los mercados, el Gobierno español solicitó asistencia financiera a nuestros socios comunitarios para llevarlo a cabo. Concretamente, la ayuda se plasmó en un programa de asistencia financiera para la recapitalización de los bancos que lo necesitaran, dotado con una

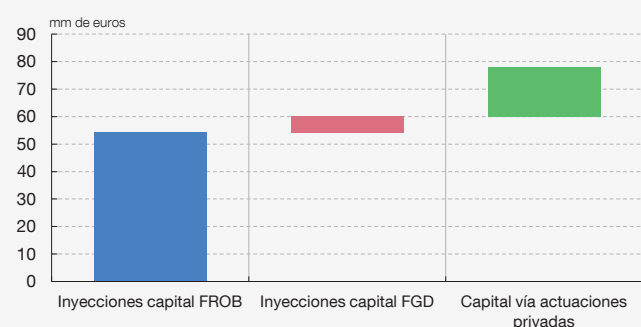
disponibilidad máxima de recursos de 100 mm de euros. La correspondiente condicionalidad sobre el sistema financiero quedó recogida en el Memorando de Entendimiento (MdE) firmado el 20 de julio de 2012. En dicho documento se establecieron las medidas concretas que se habían de adoptar en dos ámbitos: el que afecta a las entidades que han requerido ayudas públicas y el referido al sector en su conjunto. El objetivo final de todas ellas es aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero frente a perturbaciones adversas.

Para la identificación de las necesidades de capital, las autoridades encargaron la realización de dos pruebas de resistencia a expertos independientes. La primera, realizada en junio de 2012 por dos consultoras, fue de carácter agregado (*top-down*) y participaron en ella los principales grupos bancarios españoles, con un peso final conjunto de los participantes de alrededor del 90 % de los activos del sector. Se contemplaron dos escenarios macroeconómicos: el denominado «base», que se juzgaba que tenía una mayor probabilidad de ocurrencia y para el que se exigía mantener

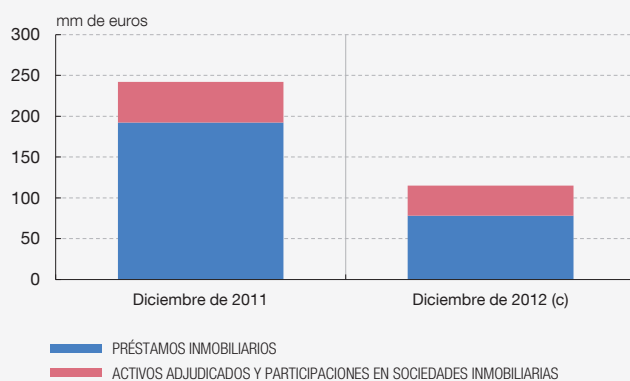
1 AYUDAS PÚBLICAS DE CAPITAL TRAS LA PRUEBA DE RESISTENCIA



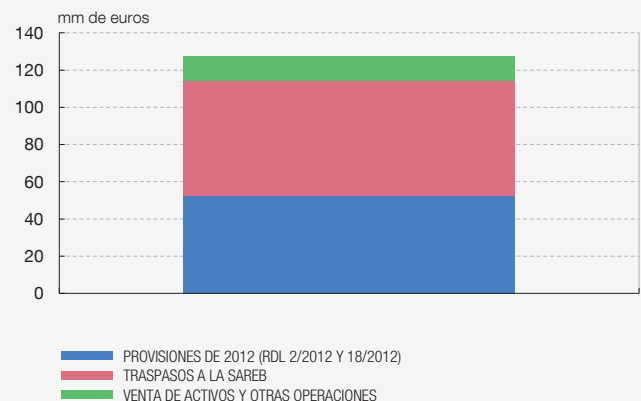
2 INYECCIONES DE CAPITAL DURANTE LA CRISIS



3 EXPOSICIONES NETAS DE PROVISIONES AL SECTOR INMOBILIARIO



4 REDUCCIÓN EN LAS EXPOSICIONES AL SECTOR INMOBILIARIO EN 2012



FUENTE: Banco de España.

- a Entidades participadas mayoritariamente por el FROB.
- b Resto de entidades con necesidades de capital adicional.
- c No se incluyen los activos transferidos a la SAREB en febrero de 2013 por las entidades del grupo 2.

una ratio de capital principal (según la definición de la Autoridad Bancaria Europea) del 9 % al final de 2014, y otro más adverso, considerado muy poco probable (la probabilidad de que se materializara se estimó en menos de un 1 %), en el que el nivel de la ratio debía ser como mínimo del 6 % en esa misma fecha. Los resultados, que se dieron a conocer el 21 de junio, arrojaron una estimación de las necesidades adicionales de capital del sistema de entre 16 mm y 26 mm de euros en el primer escenario, y de entre 51 mm y 62 mm de euros en el segundo.

Tras este primer trabajo, que sirvió para acotar el déficit global de capital del sistema, entre julio y finales del mes de septiembre se llevó a cabo la segunda prueba de resistencia, con el fin de determinar las necesidades de capital de cada entidad (ejercicio *bottom-up*). Los escenarios contemplados, los requisitos de capital y las entidades consideradas fueron los mismos que en el primer ejercicio, y de su desarrollo se encargó una de las dos consultoras que lo realizaron, junto a la cual participaron las cuatro principales firmas de auditoría españolas y seis sociedades de valoración inmobiliaria nacionales e internacionales. La prueba se llevó a cabo de forma muy rigurosa, a partir de un uso muy exhaustivo de la información y sobre la base de un control estricto del proceso, en cuya gobernanza estuvieron implicadas tanto las autoridades españolas (Banco de España, Ministerio de Economía y Competitividad y FROB) como autoridades internacionales (Comisión Europea, Banco Central Europeo, Autoridad Bancaria Europea y Fondo Monetario Internacional, como asesor). Los resultados, que se hicieron públicos el 28 de septiembre, arrojaron una estimación de las necesidades de capital máximas globales de 57 mm de euros en el escenario más adverso, distribuidos entre las entidades de manera muy heterogénea. Más concretamente, de los 17 grupos analizados, siete (que suponían el 62 % de la cartera de créditos) no presentaron ninguna necesidad adicional de recursos propios, mientras que para los otros 10 las necesidades identificadas se concentraban (un 86 % del total) en las cuatro entidades que ya entonces estaban participadas mayoritariamente por el FROB.

El segundo componente de la estrategia ha sido la recapitalización de las entidades viables para las que se había identificado una brecha de capital. De las 10 entidades en esa situación, dos fueron capaces de cubrirla por sus propios medios mediante ampliaciones de capital, recompra de deuda subordinada y la liquidación de activos. El resto contó con ayudas públicas aportadas por el FROB y financiadas a través del MEDE, en el marco del programa de asistencia financiera aprobado. El volumen finalmente inyectado fue, no obstante, inferior al estimado en las pruebas de resistencia, como resultado de la aplicación de una serie de medidas, en línea con los acuerdos recogidos en el MdE, entre las que se incluyen la asunción de pérdidas por parte de accionistas y tenedores de instrumentos híbridos, el traspaso de activos a la entidad creada para su gestión y venta [la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)] y la desinversión en otros activos. Tras esos ajustes, las ayudas públicas fueron de 39 mm de euros (véase gráfico 1), de los que 37 mm se destinaron a las entidades participadas mayoritariamente por el

FROB (grupo 1), y el resto, a los otros bancos que no pudieron cubrir sus necesidades de capital por su propios medios y que forman el denominado «grupo 2». Las inyecciones se completaron en diciembre de 2012, en el primer caso, y marzo de 2013, en el segundo (excepto en el caso de una entidad, que se realizaron en abril). Las entidades que recibieron ayuda pública han presentado, en cumplimiento de las provisiones del MdE, planes de reestructuración, que contemplan compromisos para una reducción muy importante del número de oficinas, de empleados y de activos ponderados por riesgo en el período comprendido entre 2010 y 2017 (del 60 %, 50 % y 60 %, respectivamente, en las del grupo 1, y del 40 %, 40 % y 50 % en las del grupo 2). Estos planes han sido ya aprobados por el Banco de España y la CE.

Tras estas nuevas aportaciones del FROB, el importe total de las ayudas públicas en forma de capital concedidas desde el principio de la crisis asciende a 54 mm de euros. Adicionalmente, el Fondo de Garantía de Depósitos había llevado a cabo ya recapitalizaciones por valor de 6 mm más, a los que hay que añadir los incrementos de capital por la vía de actuaciones privadas, que han supuesto otros 18 mm. En total, la recapitalización del sistema financiero durante este período supera los 78 mm de euros (véase gráfico 2).

El tercer pilar de la estrategia tenía como objetivo el saneamiento y la reducción de la exposición de los balances de las entidades bancarias al sector inmobiliario. Los RDL 2/2012 y 18/2012 introdujeron medidas para conseguir un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a los activos inmobiliarios, incrementando los niveles de las provisiones específicas y genéricas y estableciendo la necesidad de un colchón de capital adicional para cubrir posibles pérdidas asociadas a activos relacionados con el suelo. Con la aplicación de las nuevas normas, los porcentajes de cobertura de los activos relacionados con la promoción inmobiliaria alcanzarían un 45 % de su importe total, llegando hasta el 80 % en el caso del suelo¹. Posteriormente, y en cumplimiento del MdE, en diciembre de 2012 se constituyó la SAREB, una sociedad para la gestión de activos inmobiliarios, que cuenta actualmente con un capital de 4,8 mm de euros, con una participación del 44 % del FROB (el resto está en manos de inversores privados, bancos y compañías de seguros, en su mayor parte). Las entidades que han recibido las nuevas ayudas públicas han tenido que transferir a dicha sociedad todos los activos inmobiliarios adjudicados y préstamos a promotores cuyo valor neto contable superaba los 100.000 y los 250.000 euros, respectivamente, y las participaciones accionariales de control vinculadas al sector promotor. El precio de transferencia se calculó, siguiendo las condiciones del MdE, según el valor económico de los activos, al que se aplicaron unos ajustes adicionales, con un recorte medio del 65 % en relación con el valor en libros para los activos adjudicados y del 48 % para los préstamos. En diciembre

1 A este límite se llegaba a través de la exigencia de un colchón de capital adicional, que ha sido derogado por el RDL 24/2012, quedando finalmente la cobertura del suelo en el 60 %.

de 2012 y febrero de 2013 se han transferido los activos de las entidades de los grupos 1 y 2, respectivamente, por un importe efectivo total de 51 mm de euros². Para la SAREB se ha diseñado un plan de negocio con un horizonte a 15 años y su gestión está bajo la supervisión del Banco de España y de un comité de seguimiento, donde participa también el Banco de España, junto con otras autoridades nacionales e internacionales.

Como resultado de todas estas acciones y, en menor medida, de la venta de activos y de otras actuaciones, la exposición neta total (después de aplicar las provisiones) de los balances bancarios al sector inmobiliario se ha reducido, durante 2012, en 127,2 mm de euros, tal y como se puede apreciar en los gráficos 3 y 4³.

Por último, el cuarto bloque de la estrategia se centró en la reforma regulatoria. Concretamente, en el RDL 24/2012, aprobado el 31 de agosto, se estableció un moderno marco de gestión y resolución de crisis bancarias en el que se agiliza la intervención del Banco de España en caso de que se detecten dificultades en una entidad, se delimitan las competencias del FROB y del FGD y se refuerzan las herramientas del primero en todas las fases de gestión de la crisis. Además, el Banco de España pasó a asumir las competencias en materia de autorización y sanción de entida-

des de crédito (función que anteriormente desempeñaba el Ministerio de Economía y Competitividad), y se estableció un requisito de capital más exigente que deben cumplir las entidades de crédito desde el 1 de enero de este año, fijándose un nivel mínimo de capital principal del 9%⁴. Dicha norma también contempla otros aspectos, como el establecimiento de límites a las retribuciones de los administradores de las entidades que hayan recibido apoyo financiero y la mejora de los mecanismos de protección de inversores minoristas, exigiendo mayor transparencia en la comercialización de productos no cubiertos por el FGD. Más recientemente, se aprobó la Circular 6/2012, en la que se introdujo una mayor transparencia de la información financiera de las entidades, especialmente de la relacionada con riesgos inmobiliarios y de los créditos refinanciados y reestructurados. En los próximos meses también está prevista la aprobación de una nueva norma por la que las cajas de ahorros, cuya actividad ya se realiza a través de bancos comerciales en la práctica totalidad de los casos, se convertirán en fundaciones, que tendrán importantes incentivos para reducir sus participaciones por debajo de los niveles de control, completándose así el proceso de reforma del modelo de la gobernanza de este tipo de instituciones iniciado en 2010. Por último, se están llevando a cabo una serie de trabajos con el fin de perfeccionar los métodos de supervisión del Banco de España y de mejorar el sistema de provisiones por deterioro de la cartera de créditos.

2 Los activos estaban contabilizados en los balances de las entidades por un importe bruto de 106 mm de euros.

3 Para el cálculo de este importe se ha tenido en cuenta la transferencia a la SAREB de los activos del grupo 2, que tuvo lugar en febrero de 2013.

4 Según la definición de *core capital* de la Autoridad Bancaria Europea.

medidas adoptadas, en solo un año ha supuesto una reducción a menos de la mitad de la exposición, neta de provisiones, de la banca española al sector inmobiliario.

Persisten, en todo caso, retos que es preciso abordar para consolidar el éxito del proceso

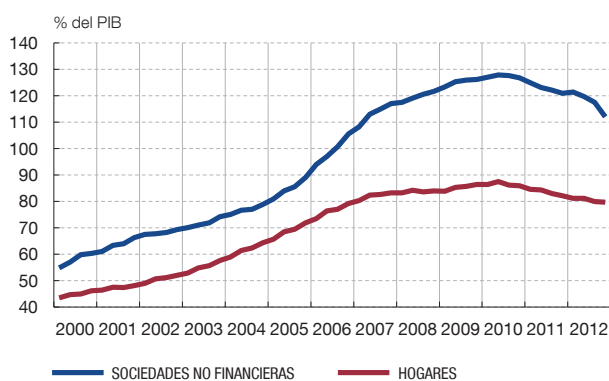
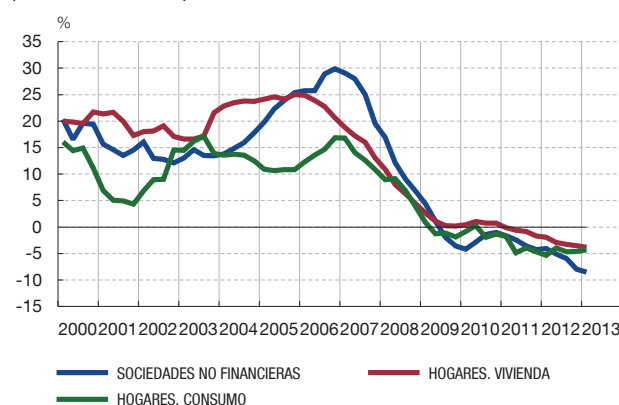
En una economía fuertemente bancarizada como es la española, la culminación exitosa de este proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración de la banca es una condición imprescindible para poder captar en condiciones asequibles los recursos externos necesarios y para que dichos recursos se canalicen de manera eficiente hacia los proyectos de gasto del sector privado. Precisamente por ello, los importantes avances registrados en estos últimos meses han de servir para profundizar en la estrategia adoptada y para afrontar los retos que todavía persisten, entre los que destacan los asociados a la incertidumbre que rodea a la futura evolución del frágil entorno macroeconómico.

3.4 EL DESAPALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y DE LAS FAMILIAS

La recaída de la actividad lastró el desapalancamiento de empresas y familias, que continuó descansando

La evolución desfavorable de las rentas de las familias y de las empresas españolas lastró un año más el proceso de reducción de sus correspondientes ratios de endeudamiento, que continuó siendo relativamente lento. En las condiciones actuales de la economía española —inmersa en una doble recesión y en mitad de sendos procesos de recuperación de la competitividad perdida y de reforzamiento del sistema bancario—, ni el crecimiento, ni la inflación, ni la reestructuración de las deudas ofrecen alternativas viables en el corto plazo para recortar las ratios de apalancamiento del sector privado no financiero. Su disminución,

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(Crecimiento interanual)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

fundamentalmente
en el retroceso del crédito

por tanto, está descansando mayoritariamente en la contracción de los flujos de crédito, lo que limita la velocidad con la que se puede avanzar, particularmente en el caso de las deudas hipotecarias de los hogares.

La financiación recibida por los hogares y las sociedades retrocedió, de hecho, alrededor de un 5 % en el conjunto del año (véase gráfico 1.9). Junto con las propias necesidades de desapalancamiento del sector, otros factores condicionaron también la evolución de esta variable. Por un lado, la debilidad de las perspectivas económicas incidió negativamente sobre la demanda de nuevos préstamos y sobre la calidad crediticia de los prestatarios. Por otro, aunque paliadas en parte por las decisiones del BCE, las exigentes condiciones de financiación para los bancos españoles en los mercados internacionales se reflejaron en su política crediticia, configurando de este modo un contexto marcadamente restrictivo para la concesión de préstamos. Como es habitual en estas circunstancias, los efectos de estos desarrollos han tendido a distribuirse de manera asimétrica entre los distintos prestatarios, afectando singularmente a los que, como ocurre con las pymes, se enfrentan a mayores dificultades estructurales para superarlos.

La implementación de los planes de reestructuración bancaria podría, en principio, acelerar la evolución contractiva del crédito, aunque su incidencia cuantitativa no parece que *a priori* deba ser muy significativa. Los bancos afectados solo representan alrededor de un tercio del total de la cartera de crédito del sistema, y el resto de las entidades podría absorber y compensar una parte de ese impacto. Pero además, y sobre todo, estos planes de reestructuración bancaria, dentro de la estrategia global de normalización de la economía, contribuirán a restaurar la confianza de los inversores en el conjunto de la banca española, ampliando así sus posibilidades de captar en condiciones asequibles los fondos que luego podrán prestar al sector privado.

Los costes a corto plazo del necesario desapalancamiento agregado dependerán también de cómo se distribuya entre los deudores individuales

La corrección del exceso de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas es, en cualquier caso, un paso necesario para sustentar la recuperación sostenida de la demanda interna, aunque a corto plazo pueda limitar el potencial de gasto del sector. Un efecto que, en todo caso, dependerá de cómo se reparta la contracción agregada del crédito entre los distintos sectores y tipos de deudores. Los datos disponibles sobre la distribución de las deudas muestran que tanto entre familias como entre empresas existe un elevado grado de heterogeneidad y algunos estudios recientes indican, por ejemplo,

que, en el caso de las sociedades, el desapalancamiento que se ha observado a escala agregada en estos últimos ejercicios ha sido compatible con un aumento del crédito recibido por las empresas que partían de una situación más saneada⁴.

4 El papel de la política económica

La política económica tiene que desempeñar un papel primordial para sentar las bases de una recuperación sostenible

La política económica tiene un papel fundamental que desempeñar para completar los ajustes, despejar las incertidumbres y sentar las bases de una recuperación sostenible que permita ampliar la capacidad de crecimiento de la economía a medio y largo plazo. La recuperación de la confianza y la superación de las tensiones actuales, que tienen un importante componente externo vinculado a la crisis del euro, dependen del avance hacia una unión económica más completa y sostenible, que está más allá del alcance de actuación de las autoridades nacionales, pero cuanto más rápidos sean el ajuste de la economía española y el avance en las reformas, mayores serán la protección frente a las perturbaciones externas y la posibilidad de beneficiarse de los avances europeos.

Como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este capítulo, la adopción de medidas extraordinarias de política económica permitió soslayar los peligros de la grave crisis de confianza y financiación externa sufrida por la economía española en medio de las tensiones más agudas sufridas por el área del euro desde su fundación. Se ha avanzado en la consolidación fiscal y en la reforma del mercado de trabajo, y se han dado pasos importantes en la reestructuración del sistema crediticio, si bien quedan ajustes pendientes y su culminación no está exenta de dificultades. A su vez, las reformas en el ámbito de los mercados de bienes y servicios han tenido un calado menor. Con este trasfondo, el restablecimiento de forma duradera de las bases del crecimiento exige profundizar en el esfuerzo realizado y completar los ajustes en marcha, en línea con las recomendaciones realizadas por la Comisión Europea para España en el ámbito del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, con el objetivo de evitar la materialización del riesgo de que los desequilibrios detectados pudieran ser excesivos. La elevada dependencia de la financiación exterior constituye un elemento de vulnerabilidad que obliga a un manejo muy cuidadoso de todos los instrumentos de política económica disponibles para evitar que nuevos episodios de inestabilidad financiera comporten efectos adversos sobre la confianza y la disponibilidad y el coste de la financiación en nuestro país.

La política económica debe asegurar el restablecimiento de los equilibrios, la financiación de la economía y los resortes de flexibilidad en el funcionamiento de los mercados de factores, bienes y servicios que requiere el crecimiento dentro de la Unión Monetaria.

Resulta imprescindible completar la reestructuración bancaria

Entre los numerosos requerimientos de política económica, destaca la necesidad de completar la reestructuración del sistema bancario, en el marco de la estrategia adoptada, para normalizar la necesaria financiación del gasto interno.

Es indispensable perseverar en las actuaciones por el lado de la oferta y de las reformas estructurales...

El mantenimiento de políticas de ajuste y de impulso al crecimiento a través de actuaciones por el lado de la oferta y de las reformas estructurales, en una coyuntura de alto desempleo y escaso dinamismo de las rentas, resulta muy costosa a corto plazo y entraña importantes riesgos de fatiga que pueden erosionar la capacidad de actuación. El tipo de medidas necesarias para restablecer las bases del crecimiento necesitan tiempo para que puedan materializar sus efectos y no se deben juzgar por el débil comportamiento de la economía en una coyuntura dominada todavía por los problemas acumulados en el pasado

⁴ Véase, por ejemplo, A. Menéndez y M. Méndez (2013), «La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
DEMANDA Y PRODUCTO (b)						
Producto interior bruto	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Consumo privado	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,1
Consumo público	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-3,7
Formación bruta de capital	4,2	-4,2	-17,9	-5,5	-5,5	-8,7
Inversión en equipo	10,2	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,6
Inversión en construcción	2,4	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5
Vivienda	1,4	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0
Otras construcciones	3,6	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6
Exportación de bienes y servicios	6,7	-1,0	-10,0	11,3	7,6	3,1
Importación de bienes y servicios	8,0	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-5,0
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	4,3	-0,6	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	-0,8	1,5	2,9	0,3	2,3	2,5
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)						
Empleo total	3,0	-0,2	-6,3	-2,5	-1,7	-4,4
Tasa de ocupación (d)	66,6	65,3	60,6	59,4	58,5	56,2
Tasa de paro	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6	25,0
Remuneración por asalariado	4,7	6,9	4,2	0,3	0,7	-0,3
Productividad aparente del trabajo	0,5	1,1	2,7	2,3	2,2	3,2
Costes laborales unitarios	4,2	5,7	1,5	-2,0	-1,4	-3,4
Deflactor del PIB	3,3	2,4	0,1	0,4	1,0	0,1
Índice de precios de consumo (dic-dic)	4,2	1,4	0,8	3,0	2,4	2,9
Índice de precios de consumo (media anual)	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,7	0,9	-0,5	0,4	0,3	-0,1
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-0,2
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,0	-7,0
Hogares e ISFLSH	-2,7	1,2	6,6	3,9	2,4	0,9
Empresas	-8,8	-5,9	0,2	2,0	3,8	9,5
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	2,0	6,1
Sociedades no financieras	-10,7	-7,7	-1,1	1,1	1,8	3,5
Posición de inversión neta internacional	-78,1	-79,3	-93,7	-88,8	-91,3	-93,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	84,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	3,9	3,9	1,2	1,0	1,3	0,9
Tipo de la deuda pública a diez años	4,3	4,4	4,0	4,2	5,4	5,8
Tipo sintético del crédito bancario	5,7	6,2	3,8	3,3	4,1	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,9	103,3	103,4	101,9	101,7	100,3
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	114,9	119,1	116,3	112,8	109,8	102,8
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	112,7	115,1	111,8	110,3	107,5	102,1
Financiación total de las familias	12,5	4,4	-0,3	0,2	-2,4	-3,7
Financiación total de las empresas no financieras	17,7	8,2	-1,4	0,6	-2,0	-6,2

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 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.

g Base I TR 1999 = 100.

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

y las incertidumbres que rodean al proyecto europeo. La experiencia de episodios críticos anteriores enseña que la perseverancia en las medidas de ajuste, aunque fueran inicialmente costosas, logró contener los impulsos de desconfianza de los inversores y mercados y enderezar situaciones complejas y peligrosas.

... de modo que se revierta la negativa trayectoria del mercado laboral...

Tras cinco años consecutivos de destrucción de empleo, la tasa de paro ha alcanzado tasas inaceptables y el riesgo de que las situaciones de desempleo de larga duración se hagan crónicas es muy preocupante, máxime si se considera la elevada incidencia de los jóvenes y de la población con baja cualificación en este colectivo. Los logros alcanzados por la reforma laboral en materia de flexibilidad interna y de moderación salarial son esperanzadores, pero los resultados obtenidos en el impulso de la contratación no son todavía suficientes, aunque muy probablemente esta sea una de las áreas en las que las medidas necesitan tiempo para desplegar todos sus efectos. No obstante, la gravedad de la situación por la que atraviesa el mercado laboral aconseja mantener y profundizar el impulso reformador mediante la adopción de medidas adicionales que promuevan la creación de empleo a corto plazo y faciliten la flexibilidad de los salarios. Entre ellas, cabría explorar la posibilidad de establecer nuevas fórmulas que permitieran, en casos especiales, la desviación temporal respecto a las condiciones establecidas en la negociación colectiva, o mecanismos excepcionales para evitar que el salario mínimo actúe como una restricción para grupos específicos de trabajadores con mayores dificultades para su empleabilidad. También se deberían dar pasos adicionales para asegurar que la reducción del alcance de las cláusulas de indexación salarial no se revierta en fases de crecimiento económico.

... que se impulse la competitividad mediante una mayor capacidad de ajuste de precios, márgenes y costes relativos, y mejoras genuinas de productividad...

La mejora de la competitividad es un objetivo fundamental para impulsar el crecimiento. Las políticas económicas han de favorecer una mayor sensibilidad de los precios, márgenes y salarios a las condiciones cíclicas para facilitar la reasignación de recursos hacia proyectos y sectores con más potencial de crecimiento. Igualmente, las políticas orientadas a fomentar aumentos de productividad originados por mejoras genuinas en la eficiencia productiva son esenciales para procurar que las ganancias de competitividad sean duraderas y sienten las bases del crecimiento a medio y largo plazo. Hay que tener en cuenta que los avances en la competitividad se han de producir en un contexto contractivo para el gasto interno y se han de articular al tiempo que se reducen los altos niveles de endeudamiento de los diversos sectores institucionales, lo que subraya el protagonismo que corresponde a las políticas de oferta y de reforma estructural en este terreno.

En este ámbito, sin embargo, las reformas han sido menos profundas o están en una fase más incipiente, si bien el Programa Nacional de Reformas (PNR), aprobado el pasado 30 de abril, plantea una serie de medidas y un calendario para su instrumentación a lo largo de 2013 que podrían resolver algunas de las cuestiones pendientes más apremiantes. En efecto, como reconoce el PNR, los órganos encargados de velar por la competencia y que tienen encomendada la regulación de las industrias de red se encuentran en revisión. La nueva ley, prevista para junio de este año, debería ir destinada a asegurar su independencia y a mejorar su funcionamiento, con el fin de garantizar la competencia y profundizar en la liberalización sectorial. En este sentido, en el ámbito del sector servicios se han adoptado algunas medidas liberalizadoras, entre las que destacan la sustitución de las autorizaciones o licencias por comunicaciones previas en el caso de los comercios de reducida dimensión, la ampliación de los horarios comerciales y la liberalización de los períodos de rebaja en el comercio minorista, o la eliminación de obstáculos para el establecimiento de estaciones de servicio, entre otras medidas, en el caso del comercio minorista de carburantes. Por su parte, el anteproyecto de ley de garantía de mercado único prevé una licencia única en todo el territorio nacional para el acceso a la actividad económica, lo que permitiría reducir de forma significativa las cargas administrativas que soportan las empresas, que debería completarse con una homogeneización de las distintas regulaciones existentes entre CCAA en relación con el ejercicio de las actividades económicas. Sigue, asimismo, pendiente la liberalización de los servicios profesionales, aunque figura entre las

reformas que contempla el PNR para los próximos doce meses. En el caso de la industria energética, a pesar de las distintas medidas adoptadas para reducir el déficit de tarifa, se requiere una reforma en profundidad del sector eléctrico que asegure la sostenibilidad y el grado de competencia. Finalmente, en relación con el mercado de la vivienda, los cambios impositivos recientes han contribuido de forma significativa a igualar el tratamiento fiscal de la vivienda y el alquiler, lo que, unido a la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, en trámite parlamentario, que contiene una flexibilización de los plazos de los contratos y la fijación de rentas, debería contribuir a lograr un reparto más equilibrado en la tenencia de viviendas en alquiler frente a la propiedad.

... y afianzar las ganancias de credibilidad logradas en el terreno fiscal

La reducción del déficit observada en 2012, de más de 2 pp del PIB en un contexto de recesión económica y fuerte incremento de la carga de intereses de la deuda pública, ha supuesto una mejora significativa en la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, no solo por la magnitud del ajuste realizado, sino también por la generalización del esfuerzo a todas las AAPP, en particular a las Administraciones Territoriales, sobre las que se habían generado dudas sobre su capacidad de efectuar el ajuste requerido.

No obstante, en un contexto como el actual, en el que se mantiene una fuerte sensibilidad de los agentes económicos y mercados financieros a los desarrollos fiscales y macroeconómicos de las distintas economías, adquiere gran relevancia afianzar las ganancias de credibilidad logradas. A ello contribuiría el establecimiento de un horizonte presupuestario de medio plazo que proporcione suficiente detalle sobre las medidas necesarias que, con carácter permanente, permitan culminar el proceso de consolidación fiscal. Además, estas medidas deben basarse en una revisión en profundidad de la dimensión del sector público, de los distintos programas de gastos y del sistema impositivo, que garantice no solo el éxito del proceso, sino también una mejora de la calidad de las finanzas públicas. La aplicación rigurosa y transparente de los instrumentos incorporados en la Ley de Estabilidad para los casos en que se observen incumplimientos de los objetivos marcados ayudaría igualmente a conseguir este objetivo, máxime tras la aprobación de distintos fondos de apoyo a la financiación de las Administraciones Territoriales por parte del Estado. El marco presupuestario debería, además, salir reforzado tras el establecimiento de una Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal antes de que finalice este año, según el compromiso adquirido en la última actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016 que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril, que debería definirse de acuerdo con los estándares internacionales en relación con su mandato, recursos y gobernanza.

Habría que tomar medidas adicionales para garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones

Las medidas anteriores deberían acompañarse de nuevas actuaciones dirigidas a garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones, medidas que además resultarían complementarias de las que necesita el mercado de trabajo. Estas actuaciones serían muy potentes respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reportarían una gran certidumbre sobre la voluntad reformista de la política económica, sin impacto apreciable en las condiciones laborales y sociales actuales. En particular, se debe aprobar, como está previsto, en la actualización del Programa de Estabilidad, una definición adecuada del denominado «factor de sostenibilidad», que posibilite modificaciones automáticas de los parámetros del sistema que permitan garantizar su sostenibilidad en el medio y largo plazo. Por otra parte, sería aconsejable anticipar la entrada en vigor del retraso en la edad de jubilación y del alargamiento del período de cálculo de la base reguladora, aprobados en la última reforma del sistema de pensiones, dado que, atendiendo a la intensificación del problema desde que aquella entrara en vigor, los plazos acordados resultan muy dilatados.

Cabe esperar que la profundización en estas áreas prioritarias de actuación de la política económica permita una recuperación gradual de la confianza interna y externa, y la normalización de la financiación de la economía, y establezca las bases para la reanudación del crecimiento económico de medio plazo, facilitando de este modo una mejora de las expectativas, el saneamiento de los balances del sector privado, la solidez y rentabilidad del sistema bancario y la sostenibilidad de las finanzas públicas.