



RESUMEN EJECUTIVO Y BIBLIOGRAFÍA

Domingo J. García Coto y Pedro Calvo Martínez

1. España afronta un desafío mayúsculo, pero que resulta ineludible y necesario para superar la crisis, que cuenta con dos vectores principales: aligerar el peso de la deuda acumulada y volver a poner en marcha el motor del crecimiento. El proceso de reducción de la deuda, conocido como desapalancamiento, comenzó ya en 2009, aunque la historia demuestra que durará entre ocho y diez años. La superación de este reto requiere la adopción de reformas que impulsen la competitividad como pilar en torno al que sostener la recuperación. Junto a las necesarias medidas nacionales también son imprescindibles iniciativas europeas que refuercen la Unión Económica y Monetaria (UEM). Ni el recurso a la acumulación de más deuda ni otras alternativas más extremas, como una hipotética salida del euro, solucionarían los problemas de España.

La deuda tiene un precio. Y cuanto más deuda acumula una familia, una empresa o un país, mayor es el peaje que acabará pagando. Esta realidad es la que está sufriendo España. El alto volumen del endeudamiento privado y público que se ha ido amontonando en la última década, y que aún equivale a cerca del 300% del Producto Interior Bruto (PIB), se ha acabado volviendo contra la economía, perdiendo así su componente positivo –consistente en actuar como palanca del crecimiento- y convirtiéndose en un pesado lastre que acentúa los problemas económicos y retrasa su superación. Por estos motivos, reducir el peso de esa deuda, en un proceso conocido

como desapalancamiento, no sólo representa una obligación, porque los cuantiosos pasivos son una rémora, sino un medio evidente para dejar atrás la crisis.

Como confirman en su trabajo José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios del Banco de España, y Eloísa Ortega, directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica del Banco de España, «se hacía imprescindible un proceso de desendeudamiento o desapalancamiento que sanease la estructura de los balances y liberase de la presión de los costes financieros heredados las posibles nuevas decisiones de gasto». Pero no será fácil. «Su corrección exige un dilatado periodo de sangre, sudor y lágrimas», avisa José Luis Feito, presidente del Instituto de Estudios Económicos (IEE). Ni rápido. «El proceso de desapalancamiento será lento y afectará el crecimiento de la economía durante un periodo prolongado de tiempo en línea con las expectativas de otros países que han pasado por crisis financieras similares», constata Miguel Cardoso, economista jefe para España de BBVA Research.

En concreto, el ciclo o período de desapalancamiento iniciado en 2009 podría durar una década. La experiencia internacional investigada en trabajos de Reinhart y Rogoff (2009) o McKinsey Global Institute (2011 y 2012) enseña que después de una crisis financiera son habituales estos procesos que duran entre seis y ocho años, pero la suma de factores que confluyen en España hace pensar en un proceso más largo e incierto, en un reto que se presenta hercúleo porque coincide con un contexto inicialmente recesivo.



Las investigaciones recientes revisadas en su trabajo por Manel Antelo y David Peón de las Universidades de Santiago y A Coruña atestiguan que el consumo y el PIB habitualmente se contraen durante los primeros años de desapalancamiento lo cual provoca en algunos casos una caída del ahorro total y luego se recuperan. El desapalancamiento lleva a la caída de los precios de los activos físicos y financieros en un proceso que lleva a la economía a la recesión y al fondo del ciclo de apalancamiento. Además, cuando existe un masivo desapalancamiento del sector privado, el efecto de la política monetaria es limitado. Los cuatro años transcurridos del proceso entre 2009 y 2012 han permitido dar pasos adelante y el sector privado -familias y empresas- estaría cada vez más cerca de tener una posición consistente con sus fundamentales de medio y largo plazo, subraya Cardoso (2013), de ahí que sostenga que «no sería descartable pensar en crecimientos positivos del consumo y la inversión privada a partir de 2014 dada la mejora observada en sus hojas de balance».

La combinación de deuda y recesión da lugar a crisis multifacéticas, enormemente difíciles de gestionar tanto desde los ámbitos públicos como privados y que pone a prueba las costuras de la sociedad y la economía. Se corre el peligro de que estos procesos sean caóticos. Lo aconsejable es el gradualismo, pero sin que implique una prolongación indefinida del proceso. «El impacto del endeudamiento sobre la economía dependerá de si el proceso de desapalancamiento es más o menos ordenado, lo que a su vez se verá determinado por el acierto de las decisiones de política económica que se adopten en el ámbito nacional y europeo. [...] Un desapalancamiento gradual solo tendría impacto sobre el PIB en la fase inicial del ajuste, pero en los trimestres siguientes, si no se acelerara el ritmo de reducción de deuda, su efecto sobre la actividad se diluiría», expone en su artículo Antonio Cortina, director adjunto del Servicio de Estudios de Banco Santander.

Por tanto, el desafío que afronta España exige una combinación de medidas nacionales y euro-

peas que ayude a superarlo con mayores capacidades de éxito y menor desgaste. Un proceso en el que la mejora de la competitividad, cuyo atraso también fue causa de la crisis, debe desempeñar un papel central en las medidas internas, mientras que en Europa deben adoptarse iniciativas que refuercen la pervivencia y el futuro del euro. Otras alternativas, como la tentación de recurrir a un mayor endeudamiento para generar una falsa sensación de reactivación económica, o una salida del euro no constituyen una opción porque implican unos costes que superan, de largo, los posibles beneficios.

El objetivo de este trabajo es identificar, caracterizar, reflexionar y hacer pedagogía sobre ese proceso en el que influyen multitud de factores internos y externos y que afecta a todos los grandes sectores institucionales de la economía: empresas no financieras, entidades financieras, hogares y sector público. Todos los sectores privados intentan reparar sus balances a la vez, con el consiguiente coste en términos de crecimiento. Por su parte, el sector público intenta sustituir el impulso privado, pero agota su capacidad de soporte porque ya no es ajeno a la necesidad de reajustar su balance y aligerar sus compromisos financieros. Además, el reto no solo afecta a reducir la deuda, sino que es obligado evitar una recesión prolongada y, al mismo tiempo, sentar las bases para que el crecimiento futuro sea sostenible y no se reproduzcan los desequilibrios anteriores. La dificultad de esta combinación está ilustrada en una expresión que ha hecho fortuna: «la cuadratura del círculo».

2. Las reformas para recuperar competitividad deben ser el aliado clave del desapalancamiento y el trampolín con el que impulsar de nuevo la economía. Resulta necesario fomentar y pretender la productividad genuina, aquella que posee más causas estructurales y menos coyunturales –como puede ser la que se deriva estrictamente de la destrucción de empleo–. Hay sectores que



ya están generando crecimiento y otros, como el de servicios, en los que hay un gran potencial de ganancia de competitividad utilizando mejor los mecanismos de mercado. Como complemento necesario, el fomento del ahorro nacional debe actuar a su vez como motor de la inversión productiva.

El desapalancamiento no puede ni debe caminar solo. En ese caso, sus efectos contractivos retroalimentarían las dificultades y complicarían más tanto el propio proceso de reducción de la deuda como el reto de reactivar la economía. Por estos motivos, debe venir acompañado de unas reformas enfocadas, fundamentalmente, en recuperar la productividad y la competitividad. «Cuanto más rápidamente se avance en la recuperación de la competitividad, menos largo y penoso será el proceso de austeridad y desapalancamiento», concluyen Malo de Molina y Ortega (2013). «Son las políticas de oferta y de reforma estructural favorecedoras de la competitividad las que deben asumir el papel de impulsar a medio y largo plazo el crecimiento y compensar, a corto plazo, el inevitable lastre que soporta la demanda interna», agregan.

Y hay bases para el crecimiento. Un 50% de la economía ya se encuentra en condiciones de crecer; de hecho, ya lo hizo casi un 2% en 2010 y 2011. Se trata de sectores en los que, de forma común y clave, la mejora de la productividad se está traduciendo en unas mayores ventas al exterior. El dinamismo de las exportaciones en los últimos años refleja que hay una base sólida para generar crecimiento fuera del sector inmobiliario tradicional. Es cierto también que las exportaciones se convertirán en el mejor reflejo de la competitividad del país, pero serán simplemente reflejo del aumento de la competitividad global de la economía si se dan en todos los ámbitos y adquieren un tono menos coyuntural y más estructural. «Hacia delante, el principal reto lo constituye el implementar las reformas necesarias para mantener el elevado crecimiento de la productividad, afectada por la destrucción de

empleo», apunta Cardoso (2013). Como notable punto de partida y apoyo, la mayor apertura a la competencia de sectores de servicios se presenta como una gran oportunidad. El mejor uso de los mecanismos de mercado incidirá en la competitividad de todo el tejido empresarial y la competitividad global de la economía española.

La recuperación de la competitividad y productividad de la economía a medio y largo plazo descansa en un factor imprescindible: fomentar un proceso de incremento del ahorro nacional que permita mantener niveles de inversión elevada y una financiación más barata de la economía. Sería un resorte extraordinario para la economía, que contaría así con un sustitutivo perfecto para el ahorro externo. El sector privado ha adelantado el ajuste, incrementando sustancialmente su tasa de ahorro. Mientras, el endeudamiento del sector público ha aumentado considerablemente durante los últimos años, pero ya existen compromisos de reducción significativa del desequilibrio. De cumplirse lo acordado, para 2013, y tomando en cuenta que el pago de intereses rondará el 4% del PIB, se estaría a las puertas de obtener superávit primario y se habría asegurado éste para el medio plazo, destaca Cardoso.

3. Las relaciones económicas de España con el exterior van a ser claves durante el periodo de ajuste. Por un lado, las exportaciones están llamadas a ser el principal motor económico a la espera del retorno de la demanda privada. Por otro, nuestro país debe revertir el elevado déficit por cuenta corriente acumulado en el pasado, reducir su dependencia del ahorro externo y recuperar la confianza de los inversores para refinanciar la carga de deuda acumulada. Eliminar el riesgo de ruptura del euro y asentar su viabilidad futura serían de gran ayuda para remontar la situación.

Para desapalancarse y crecer, España debe encontrar un punto de apoyo fundamental en el



sector exterior. Sin que se pueda esperar una pronta recuperación de la demanda interna, a la demanda externa le corresponde suplir la falta de dinamismo a corto plazo y actuar como principal motor de una reanimación de la actividad mediante la recuperación de la competitividad, destacan Malo de Molina y Ortega (2013). Para ello, proponen, ante la imposibilidad de acometer devaluaciones cambiarias como en el pasado, un sistema alternativo, mediante un proceso de ajuste directo de costes y márgenes relativos para obtener mejoras genuinas de productividad.

Además de suponer un impulso directo para la economía y su recuperación, la mejora de la competitividad y el incremento de las exportaciones son imprescindibles para corregir una de las principales debilidades acumuladas por España en los últimos años. Se trata del déficit por cuenta corriente, que llegó a alcanzar cotas próximas al 10 por ciento del PIB. Este desequilibrio resultó de la combinación de varios elementos, entre los que destacan la pérdida de competitividad y un gasto superior a la expansión de la producción. Al mismo tiempo, ese déficit alimentó una de las mayores vulnerabilidades que emergió con el estallido de la crisis. Los crecientes déficits por cuenta corriente de España fueron financiados sobre todo por acreedores de las economías centrales de Europa. En muchos ámbitos se consideró que la deuda externa de los países de la eurozona ya no era «externa» y los déficits por cuenta corriente europeos pasaban a ser irrelevantes, subraya Cortina (2013).

Pero no fue así. Los déficits por cuenta corriente seguían siendo, como en el pasado, una potencial amenaza para la estabilidad y la solvencia financiera de un país. La falta e insuficiencia del ahorro interno y la abundancia del gasto abonaron el terreno para incrementar la deuda de España con el exterior. Porque la deuda no sólo se ha convertido en un problema para España por su tamaño, sino sobre todo porque se deriva de una Posición de Inversión Internacional (PII) muy vulnerable que ahora hay que corregir (Feito, 2013). El aumento de los pasivos

de los agentes económicos españoles no ha tenido como contrapartida la adquisición de activos exteriores. En el año 2000, esta factura equivalía al 30% del Producto Interior Bruto (PIB), pero apenas 11 años después se había disparado al 92%, uno de los niveles más altos de las economías desarrolladas. La riqueza neta de España frente al exterior ha caído de forma contundente (Cortina, 2013). Una Posición de Inversión Internacional deudora indica que una parte sustancial de la deuda pública y privada se debe al resto del mundo, de manera que el coste y sus posibilidades de renovación y crecimiento dependen de la confianza de esos acreedores. La Posición de Inversión Internacional ha empezado a seguir una trayectoria ligeramente descendente pero en niveles todavía muy elevados. Como valor de referencia en el marco europeo se considera factor de riesgo que dicha posición (PPI) supere el 45% del PIB, valor que se dobla en este momento (Malo de Molina y Ortega, 2013).

En los peores momentos de la crisis del euro y de la deuda soberana, España se enfrentó a una gran pérdida de credibilidad entre la comunidad de inversores, una realidad que se refleja en tres consecuencias: la restricción de la financiación; la fuga de capitales; y una prima de riesgo que llegó a alcanzar los 650 puntos básicos en su comparación con las obligaciones alemanas a 10 años. Solo la apelación al Eurosistema y la intervención del Banco Central Europeo (BCE) durante el verano de 2012 han podido apaciguar esos efectos.

Considerando estos impactos, uno de los desafíos adheridos al proceso de desapalancamiento y al fin último de reactivar el crecimiento pasa, ineludiblemente, por recuperar esa confianza para asegurar una financiación más accesible y barata para los agentes públicos y privados. «Los factores determinantes de la cantidad y el coste de financiación de un país son el nivel de la PII y sus expectativas de evolución. La restricción de financiación solo se puede remontar instrumentando políticas que, al tiempo que estabilizan la PII alienten expectativas de reducción del endeudamiento exterior. Es necesario instrumentar un



conjunto de políticas que permitan conciliar la ineludible corrección del déficit exterior con el crecimiento económico. En suma, conseguir cifras de crecimiento satisfactorias sin recurrir al ahorro exterior», argumenta en su trabajo José Luis Feito (2013). En opinión de Cortina (2013), para que la posición externa deje de ser un lastre para el crecimiento resulta preciso «alcanzar de forma estable un superávit por cuenta corriente» y «restaurar la confianza en la estabilidad de la zona euro y la confianza de los inversores en la economía española».

La corrección significativa de la balanza por cuenta corriente ya es un hecho en varios países de la zona euro y en España en particular. Y de acuerdo con la evidencia aportada por el BCE (2012) «estos ajustes se sostienen durante varios años»

En cuanto a la estabilidad de la zona euro, en efecto, la necesaria adopción de medidas internas encontraría un apoyo clave en la definición de políticas europeas que eliminen el riesgo de ruptura del euro y que corrijan las debilidades y deficiencias con las que contaba la Unión Económica y Monetaria (UEM). Las iniciativas encaminadas hacia Unión Fiscal y una Unión Bancaria y la creación de un Mecanismo de Estabilidad (Mede) permanente con el que afrontar las tensiones financieras de los socios marchan en esa dirección, puesto que afianzan el futuro de la moneda única y ejercen efectos positivos ya en el presente.

4. Las empresas se enfrentan al necesario proceso de desendeudamiento con desinversiones, reducciones de costes y centrándose en sus negocios principales. Lo hacen, además, en un contexto exigente no solo por el impacto de la crisis en sus resultados, sino por la restricción y el encarecimiento del crédito bancario, lo que les obliga a diversificar sus fuentes de financiación. Estas consecuencias afectan especialmente a las pequeñas y medianas empresas (pymes),

más dependientes del sector crediticio tradicional. Pese a las dificultades, las compañías españolas van adelantadas en este ciclo de desapalancamiento y, en promedio, son competitivas y han progresado mucho en su apertura al exterior. La mejora del gobierno corporativo y la reforma laboral ayudarán. El reto radica en volver a crecer y crear empleo.

La crisis y sus consecuencias están obligando al tejido empresarial español a modificar su estructura y ponerse en forma. Fuera lo superfluo; lo accesorio; *la grasa*. La crisis ha afectado muy seriamente a la rentabilidad de las empresas, diagnostica Gómez Montejo (2013). Solo vale lo que realmente es imprescindible y aporta verdadero valor; el núcleo –o *core*–; *la fibra y el músculo*. Este plan de choque, inevitable por el peso de la deuda contraída en el pasado, consumirá más tiempo y recursos, pero comienza a dar sus frutos. «Este proceso, lento y exigente, está siendo llevado a cabo con éxito por las compañías españolas y se prevé que en cinco años el nivel de endeudamiento esté por debajo de la media de la Unión Europea. Las principales medidas que están adoptando las compañías son: potenciar la presencia en proyectos con flujos de caja positivos; desinversión en activos improductivos y en activos no estratégicos; y reducción de costes, tanto operativos como de inversión», expone el presidente de FCC, Baldomero Falcones.

España, en buena medida, ha constituido una excepción al comportamiento de las empresas no financieras norteamericanas y europeas que actuaron de manera relativamente moderada durante el boom crediticio de 2003 – 2007 primando la prudencia y asegurando la liquidez y así se mantuvieron tras el estallido de la crisis. La excepción española se explica por la composición sectorial de la actividad económica y el volumen que adquirió el sector inmobiliario y constructor (La Caixa, 2012). Las conclusiones sobre el endeudamiento de las empresas españolas varían según el indicador utilizado pero, de acuerdo con



los trabajos citados, su estructura de balance no muestra signos de sobreendeudamiento mientras los indicadores relativos al resultado o al valor añadido bruto son los que recogen un mayor nivel de endeudamiento diferencial respecto a otros países del area euro, indicando la necesidad de aumentar la rentabilidad de los activos empresariales. Los análisis muestran también como efectivamente existe un comportamiento muy dispar entre empresas grandes y pequeñas. El menor endeudamiento relativo de las empresas de menor tamaño parece ser el fruto de un mayor esfuerzo para reducirlo desde 2007.

Los análisis de Laborda (2013) también confirman que el proceso de desapalancamiento generalizado entre el conjunto de empresas no financieras ha empezado más tarde pero ha sido muy acusado en 2011 y 2012. Aún así la deuda del conjunto de empresas no financieras españolas sigue sustancialmente por encima de la eurozona en términos de PIB.

La adaptación a la nueva normalidad requiere un cambio sustancial de enfoque con respecto a un tema tan crucial para las empresas como es el de la financiación. A diferencia de la situación predominante en EEUU y por encima incluso de lo que ocurre en Europa, la financiación en España depende mayoritariamente de las entidades de crédito. Y en este terreno se ha pasado de la abundancia previa a la crisis a la escasez posterior, con un entorno caracterizado por la restricción del crédito y su consiguiente encarecimiento. Se trata, sin duda, de un tema especialmente sensible para las compañías que, en parte, es el que acentúa su necesidad de desapalancarse y abrocharse el cinturón. «Para el sector empresarial es crítico recuperar la financiación. Para ello, es muy importante trabajar en tres áreas fundamentales: culminar la reestructuración del sector financiero, especialmente de las Cajas de Ahorros; mejorar el acceso de las entidades financieras españolas a los mercados financieros internacionales; y trabajar en la mejora de los *ratings* del Estado, bancos y empresas», exige Falcones (2013).

Pero, a la espera de que el canal del crédito vuelva a funcionar con mayor agilidad, lo cierto es que la situación actual también ha puesto de relieve la necesidad de que las compañías diversifiquen sus fuentes de financiación. Deben, en definitiva, depender menos de los bancos y acceder más a los mercados, tanto de renta variable como de renta fija, o incluso activar otras fórmulas, como dar entrada a nuevos socios como el capital riesgo o los *business angels*, para encontrar los recursos financieros ahora negados por los cauces más tradicionales.

Esta realidad es especialmente acusada para las pequeñas y medianas empresas (pymes), que están sufriendo con mayor crudeza el rigor de la crisis y de la falta de financiación. Como muestra el trabajo de Víctor Rodríguez, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), «las pymes españolas han sufrido un endurecimiento más acusado en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas y el resto de las pymes de la eurozona», algo que, a su vez, ha desembocado en un desapalancamiento que «en gran parte ha sido forzoso y no fruto de una planificación empresarial más optimizada». La promoción de mercados alternativos de renta variable y de renta fija, un mayor desarrollo del capital riesgo o el ofrecimiento de incentivos fiscales a los inversores pueden ser varias de las iniciativas fundamentales para diversificar las fuentes de financiación del conjunto de las empresas y, más en concreto, de las pymes.

Porque, además, no se puede obviar el papel clave que las pequeñas y medianas empresas desempeñan en la economía española, ya que suponen el 99% de las compañías no financieras, proporcionan 76 de cada 100 empleos y generan 68 de cada 100 euros del PIB. Por tanto, y como reclaman en su artículo los profesores José Luis Crespo y Fernando Crecente de la Universidad de Alcalá, «para una mayor eficiencia de la economía es necesario favorecer el crecimiento y expansión de las pymes y abrirles el acceso a nuevas fuentes de financiación no bancaria».

En la necesidad de ampliar los horizontes de la financiación puede resultar de gran ayuda el



cumplimiento de los códigos del gobierno corporativo. Entre otras circunstancias, la crisis ha puesto de manifiesto que, más allá de una pose o un tecnicismo, el gobierno corporativo constituye un escudo para los accionistas, para la empresa y para su estructura financiera. En su trabajo, Francisco González, catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Oviedo, subraya «la relevancia de un buen gobierno corporativo para incrementar la entrada de capital propio externo en las empresas». Y avanza: «La disminución del peso de la financiación bancaria respecto al existente antes de la crisis financiera actual y los mayores flujos transfronterizos de capital derivados del proceso de globalización financiera incrementarán en los años venideros los beneficios para las empresas de mejorar su gobierno corporativo».

La búsqueda de nuevas fuentes de financiación y la construcción de puentes para conseguirlo resultan claves en un mundo en el que, paradójicamente, «el coste de capital está en mínimos históricos por el exceso de ahorro deseado», como subraya Gómez Montejo (2013) en su trabajo. Las empresas españolas deben luchar por captar ese capital porque, «en promedio son competitivas», apunta.

Por tanto, dentro del tejido empresarial español hay mimbres para reactivar la economía. El proceso de desapalancamiento ya está reduciendo el peso de la deuda y las compañías están poniéndose en forma. En este contexto, la adopción de reformas estructurales puede aportar el estímulo adicional para retomar la senda del crecimiento. Y entre ellas, la configuración del mercado laboral adquiere una importancia trascendental para «favorecer la rápida reasignación de recursos en un entorno cada vez más complejo y dinámico, sin descuidar la necesaria protección de los trabajadores ocupados y desempleados», precisan en su ensayo García Piñeiro y Gimeno Chocarro (2013). A su juicio, el reto de la reforma laboral de 2012 consiste en superar la excesiva segmentación, temporalidad (40% del empleo) y rotación a la que se había llegado en

los últimos años. Pero también matizan que las reformas laborales, por sí solas, no crean empleo, por lo que su encaje dentro del complejo período de desapalancamiento que vive la economía española, que se vería aliviado con la creación de empleo, va a depender de los diferentes agentes e instituciones que interactúan en el mercado de trabajo.

5. La propensión al endeudamiento previa a la crisis también encuentra origen en la fiscalidad, dada la falta de neutralidad en el tratamiento de la deuda frente al capital; de los intereses frente a los dividendos. El marco fiscal de las empresas incentiva el apalancamiento y, en el caso de las compañías multinacionales, estimula estrategias de capitalización reducida de sus filiales. A posteriori, la fiscalidad amenaza con ser una traba en el proceso de desapalancamiento actual por las medidas que se están activando, que penalizan el ahorro y la inversión. En definitiva, la revisión en conjunto del entorno fiscal del ahorro y la inversión empresarial aún está por hacer.

Los individuos responden a los incentivos. Y las empresas también. Por eso, si una compañía sabe que, fiscalmente, le resulta mejor endeudarse que incrementar sus recursos propios, se endeudará. En el diferente tratamiento impositivo que reciben la deuda y el capital, los intereses y los dividendos, se encuentra uno de los motivos más silenciosos de la crisis. «El sistema fiscal permite deducir el interés pagado sobre fondos de financiación ajena (préstamos), porque son las cargas financieras, y no permite deducir el pago de dividendos, ya que se trata de un retorno sobre el capital. En suma, la elección de la fórmula de financiación de las empresas no resulta neutral desde el punto de vista tributario, existiendo una clara ventaja tributaria a favor de la financiación por medio de préstamos frente al recurso al incremento de los fondos propios. Es obvio que



esta ventaja comparativa fomenta el endeudamiento de las empresas», expone en su artículo García Novoa, catedrático de Derecho Financiero y Tributario de la Universidad de Santiago de Compostela.

Esta ausencia de neutralidad constituye uno de los puntos cardinales en el régimen impositivo para la financiación empresarial. De esa asimetría se obtiene como resultado que, fiscalmente, es más cara la financiación propia que la ajena, de tal modo que se desencadena una cadena de estímulos que privilegia la deuda sobre el capital. «Debido al mayor coste que supone la financiación propia respecto a la financiación ajena, la empresa, como una parte más de una siempre necesaria estrategia de reducción de costes, tiene un incentivo para incrementar el porcentaje que los fondos ajenos representan en el total de fondos de que dispone y sustituir capital por deuda. Este incentivo se ve reforzado por el hecho de que al disminuir la proporción de fondos propios la empresa tiene un mayor apalancamiento que aumenta su rentabilidad financiera para una misma rentabilidad económica pero con un mayor riesgo financiero. Es decir, aumenta el rendimiento que obtienen los socios por su inversión, pero este rendimiento se hace más volátil», precisan los profesores Crespo y Crecente (2013).

Pero no es el único incentivo fiscal que reciben las compañías para ponderar el endeudamiento por encima de los recursos propios. Como destaca igualmente el profesor García Novoa (2013), la falta de neutralidad resulta todavía más llamativa cuando el endeudamiento se produce entre sociedades del mismo grupo. Así, es frecuente que en los ordenamientos europeos se permita la deducción de los gastos financieros satisfechos por la adquisición de acciones o participaciones, incluso cuando tales acciones o participaciones pertenecen a sociedades del mismo grupo. Y adquiere singular relevancia cuando el endeudamiento, y en especial, el endeudamiento vinculado, se produce en el seno de operaciones entre sociedades en distintos Estados, dentro de lo que se pueden deno-

minar, con carácter general, grupos multinacionales. El factor fiscal disuade el fortalecimiento de los recursos propios, incentivando el apalancamiento y favoreciendo el incremento de los recursos ajenos de sociedades situadas en jurisdicciones de tributación media o alta para los beneficios empresariales. Es más ventajoso financiar a las compañías subsidiarias con fondos de su empresa matriz recibidos en forma de préstamos que mediante una ampliación de capital o mediante cualquier mecanismo de aportación de fondos propios. Tiene relevancia también la vinculación existente entre el prestamista y la sociedad en la medida en que la operación de suministro de fondos vía préstamo puede encubrir una verdadera aportación de capital, de manera que el pago de intereses constituya, al tiempo, una distribución encubierta de beneficios.

Con la crisis ya sobre la mesa, se han intentado corregir algunas de estas taras para, al menos, reducir esa falta de neutralidad tributaria entre la deuda y los fondos propios. La deducibilidad sin límite de los intereses, combinada a frecuentes situaciones de generación artificial de gastos financieros, es una de las grandes mermas recaudatorias del sistema tributario español en los últimos tiempos, coadyuvando a que el tipo efectivo del Impuesto de Sociedades que pagan las entidades sujetas fuese notablemente inferior al tipo nominal. La necesidad de taponar esa vía de escape de ingresos fue lo que llevó replantear toda la fiscalidad de los intereses, lo que tuvo lugar con la aprobación del Decreto-Ley 12/2012, de 30 de marzo, que establece una exclusión y una limitación a la deducibilidad de los intereses. Desde la entrada en vigor del citado Decreto-Ley, el límite general a la deducibilidad de gastos pasa a ser del 30 por 100, calculado sobre una magnitud denominada beneficio operativo, que, en términos generales, puede equipararse al EBIDTA (beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y deterioro), con una regulación semejante a la llevada a cabo por Italia, Alemania, Francia y Holanda. No obstante, y como subraya García Novoa (2013), la norma española tiene importantes dife-



rencias respecto a la norma alemana, y también respecto a la vigente en Italia.

La novedad normativa que supuso el Decreto-Ley 12/2012 tiene también una dimensión extrafiscal, además de atacar conductas de generación abusiva de pasivos e incrementar indirectamente la presión fiscal de las sociedades, pretende reducir el nivel de endeudamiento y favorecer la capitalización vía fondos propios de las empresas. La nueva regulación empujará a modificaciones en la financiación de las empresas y de los grupos de sociedades. A corto plazo, se están produciendo movimientos de reestructuración, trasladando deuda de unas filiales a otras, y colocando en filiales residentes en otros países los pasivos financieros cuyos intereses serían, de otro modo, no deducibles.

El objetivo de favorecer la capitalización de unas empresas excesivamente endeudadas no se consigue exclusivamente penalizando el endeudamiento, sino favoreciendo la recapitalización. Ahora bien, ese proceso no solo debe tener presente a las empresas, sino también a las personas físicas, sujetas al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Para no entorpecer e incluso acelerar el ciclo de desapalancamiento actual, sería aconsejable y necesario no penalizar, desde el punto de vista tributario, los procesos de capitalización orientados a sustituir la financiación con cargo a deuda por la financiación vía capital. Sin embargo, las últimas iniciativas caminan en la dirección contraria. La subida de los impuestos de la base del ahorro en enero de 2012 -los tipos aplicables pasaron a ser del 21% para rendimientos inferiores a 6.000 euros; del 26% para rendimientos entre 6.001 y 24.000 euros; y del 27% para rendimientos superiores a 24.001 euros; y las retenciones pasan del 19 al 21%- y los cambios aprobados a finales de 2012 -en virtud de los cuales solo se incluirán en la base imponible del ahorro las ganancias y pérdidas patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales que hubieran permanecido en el patrimonio del contribuyente durante más de un año; a menor plazo, tributarán al tipo

marginal del contribuyente en función de su renta-, suponen no solo un impedimento para el proceso de recapitalización y endeudamiento, sino también una clara regresión en lo que a neutralidad se refiere. Adicionalmente, otra medida de corte fiscal, como la previsible implantación del Impuesto sobre Transacciones Financieras, también perjudicará a este proceso y a los inversores, sobre los que acabará recayendo esta nueva carga.

En suma, se trata de medidas que amenazan con obstaculizar el acceso de los inversores al mercado y con mermar así su liquidez y su correcto funcionamiento, con lo que, en última instancia, zancadillean el desendeudamiento al dificultar las posibilidades de financiación en forma de capital de las empresas. Estos efectos potenciales, así como la desconexión entre las distintas iniciativas fiscales adoptadas durante la crisis, evidencian que sigue pendiente una revisión completa y más uniforme de la fiscalidad del ahorro y de la financiación empresarial que aporte una mayor neutralidad y no genere asimetrías.

6. Las especiales condiciones económicas y financieras que concurren en España obligan a las familias a un proceso de desendeudamiento más acelerado del que se hubiera producido en un entorno menos exigente. Entre 2013 y 2014, los hogares podrían liquidar activos por valor superior a los 25.000 millones de euros en un contexto en el que la crisis ha afectado a su renta disponible. A corto plazo, este proceso perjudicará a la economía, tanto por la parte del consumo como por la del ahorro, pero a medio y largo plazo, el desapalancamiento de las familias debe ser aprovechado para instrumentar un ahorro estable que financie la inversión productiva.

Las familias tampoco son ajenas al doble reto de aligerar la carga de sus compromisos financieros y, en paralelo, convertirse de nuevo en unos agentes



financiadores fundamentales de la actividad económica productiva. Pero, desde luego, no tienen fácil lo primero ni lo segundo. Como radiografía en su trabajo Ángel Laborda, director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de Funcas, el verdadero problema para las familias españolas es que la crisis ha afectado al empleo y, por tanto, a su renta disponible de forma muy profunda, y como consecuencia, a su capacidad para hacer frente a sus deudas. Por otro lado, la propia crisis del sistema bancario reduce la capacidad y se traduce en una menor capacidad y disponibilidad de las entidades para seguir proporcionando financiación a las familias y empresas. Todo ello ha acabado por imponer la necesidad de un proceso de desapalancamiento más rápido del que se hubiera producido en condiciones económicas y financieras más normales. A su vez, este proceso de desapalancamiento condiciona negativamente la capacidad de gasto en consumo e inversión de las familias, lo que profundiza la crisis y alarga su duración. La capacidad de los hogares para sostener su gasto y simultáneamente mantener sus compromisos financieros es cada vez más limitada a medida que se deteriora la situación. Además, existen segmentos importantes de prestatarios cuya riqueza neta se ha deteriorado más y se encuentran más expuestos a un aumento de la presión financiera.

Como en otros segmentos de la economía española, la posición financiera de las familias también se deterioró de forma acelerada en la primera década del euro, con las favorables condiciones financieras que trajo su nacimiento. Las familias españolas partían de un nivel de apalancamiento bajo al comienzo del último ciclo económico e inmobiliario, pero creció mucho más rápido que el de la mayoría de los países de su entorno, hasta situarse notablemente por encima. La deuda alcanzó el 82,2% del PIB al cierre de 2011 y superaba en 36,8 puntos porcentuales el nivel de las italianas, en 22,4 puntos el de las alemanas y en 16,4 puntos la media de la zona euro. Pero era inferior en 5,4 puntos al de EE.UU., en 21,7 puntos al del Reino Unido y en 44,1 puntos al de Holanda.

Para converger con la media europea habría que reducir esa deuda a un ritmo de 2,5-3 puntos porcentuales por año, precisa Laborda (2013). ¿Cómo conseguirlo? En el contexto económico previsible para los años 2013 y 2014, con reducción de la renta disponible, nivel de ahorro bajo y sin tener en cuenta los cambios en la valoración de la cartera de activos financieros, para llevar a cabo el desapalancamiento las familias deberían liquidar activos financieros en términos netos por valor de 16.500 millones en 2013 y 10.600 millones en 2014.

Aunque necesario, este proceso no constituye una buena noticia para la economía en su conjunto. Y no solo porque anticipa que el consumo privado seguirá deprimido, sino porque privará al conjunto de la actividad productiva de un ahorro que debería destinarse a financiar la inversión. Es, de nuevo, otra cuadratura del círculo en la que las familias se ven forzadas a desapalancarse y a la vez ser financiadoras de la economía.

Pero estos años de dificultades para las familias, este período de desapalancamiento, debe ser aprovechado para recuperar e instrumentar una normalidad sostenible en el ámbito del ahorro de las familias. Esa normalidad enseñada en los manuales de economía da por supuesto que el ahorro de los hogares genera capacidad de financiación que las instituciones financieras movilizan para satisfacer la tradicional necesidad de financiación de las empresas. Tal como recuerda José Manuel Naredo, Doctor en Ciencias Económicas y Profesor (ad honorem) de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid, esta normalidad se rompió especialmente en los cuatro últimos años del boom inmobiliario: los hogares españoles, en vez de aportar financiación a la economía, recursos al sistema financiero, los demandaban para seguir invirtiendo en vivienda y activos inmobiliarios. Llegó un momento en el cual no solo las empresas demandaban financiación, sino también los hogares, con lo que las instituciones financieras tuvieron que endeudarse frente al exterior para seguir financiando la burbuja inmobiliaria, recuerda Naredo (2013).



Por eso, incluso en las extraordinarias circunstancias actuales, conviene resaltar el papel del ahorro familiar. «Lo que no sucede casi nunca es que la economía en su conjunto tenga capacidad de financiación sin que lo tenga el sector familias. Por el contrario, si las familias no tienen capacidad de financiación es normal que el conjunto de esa economía tenga necesidad de financiación y por tanto que el país se endeude con el exterior», Calzada y García Coto (2013). Partiendo de esta premisa, ambos autores proponen crear un marco estable que ampare y promueva un ahorro familiar sano para la economía y para los propios hogares.

7. La pesada carga inmobiliaria que soportan el patrimonio de las familias y las entidades financieras exige una reconversión simultánea del modelo inmobiliario en España para corregir los problemas de un mercado sobredimensionado e ineficiente y para evitar la fractura social que está surgiendo en torno al tema de la vivienda. Resultan necesarias más y mejores estadísticas, una mayor transparencia y la presencia de inversores mayoristas capaces de financiarse en los mercados que faciliten los procesos de desinversión y desapalancamiento.

En el sector inmobiliario se dan la mano las dimensiones financiera y real de la crisis desatada en 2007. En la década previa al estallido definitivo de los problemas, España vivió un boom inmobiliario sin precedentes tanto en su intensidad como en su longevidad. Sobre un terreno abonado por unas condiciones financieras ventajosas y desconocidas hasta entonces por los hogares españoles, la vivienda se convirtió en el artefacto en torno al que surgió una burbuja especulativa basada en tres resortes fundamentales: el afán de adquirir casas como inversión; la creencia de que, como activo, conjugaba una combinación de rentabilidad y seguridad superior a la ofrecida por otros activos, como la bolsa o la

renta fija; y la generación de un enorme volumen de construcción nueva.

Fue tal la exuberancia, que las familias dejaron de ser financiadoras del sistema para convertirse en demandantes de financiación. Y para atender esa creciente demanda, las entidades financieras españolas redoblaron su apelación al ahorro exterior para conseguir así los recursos precisos para satisfacer el apetito de las familias por el ladrillo, en un proceso que reforzó el ya comentado problema del endeudamiento exterior de España. El rastro de estos comportamientos se observa bien en las estadísticas. Según la última Encuesta Financiera de las Familias (EFF) realizada por el Banco de España, en 2008 los activos inmobiliarios representaban el 79,6% del valor total de los activos de las familias. Como también tienen un peso relevante para las empresas no financieras y concentran buena parte de los riesgos de las entidades bancarias, se obtiene como resultado la vulnerable situación en la que se encuentra España en estos momentos en los que los ingresos de las compañías y las rentas de las familias están descendiendo y, por tanto, crecen los impagos, con el consiguiente impacto en el balance y las cuentas de resultados del sector financiero. Con el agravante de que se está abriendo una importante y peligrosa brecha social, reflejada en el incremento de los hogares con problemas de pago –el colectivo de propietarios con dificultades se ha multiplicado por seis entre 2002 y 2011 para acercarse a los dos millones de personas– y en el aumento de los procedimientos de desahucios –cerca de 350.000 entre 2007 y 2011–.

Con la intención de solucionar estos enormes problemas sociales, económicos y financieros, el profesor Naredo (2013) enfatiza en su trabajo la necesidad de acometer en España una «reconversión del modelo inmobiliario, orientada sobre todo a rebajar el excesivo endeudamiento y a gestionar con más eficiencia el *stock* inmobiliario». Teniendo en cuenta las condiciones actuales en las cuales no es sensato esperar una mejora de las rentas que permita reducir la ratio deuda/rentas



de los hogares, las vías más probables a través de las cuales se irá produciendo la reducción de la deuda serán los impagos y el provisionamiento y eliminación de los balances. En paralelo, «y para sanear la situación económica y paliar los efectos más negativos de la crisis», Naredo (2013) propone «organizar conjuntamente una desinversión inmobiliaria y un desapalancamiento de los hogares y entidades inversoras o prestamistas más afectados por la crisis, dando entrada a nuevos actores que se hagan cargo del patrimonio inmobiliario desinvertido para gestionarlo en régimen de alquiler, con un marco institucional propicio para ello».

La opción más recomendable es promover el uso eficiente del patrimonio construido que pasa tanto por la solvencia de la información sobre composición y precios del stock inmobiliario y un marco para entidades mayoristas que recojan y gestionen en alquiler el patrimonio y sean capaces de financiarse en los mercados. Parte de esas entidades podrían reconstruir un *stock* de vivienda social que facilite a los colectivos familiares con problemas económicos la reducción de su activo y su pasivo; en suma, de su balance. Se trata de diversificar el modelo inmobiliario a la vez que se diversifica el mercado financiero ofreciendo nuevos productos apoyados en un *stock* de inmuebles en alquiler capaz de asegurar a largo plazo unas rentabilidades razonables.

8. Las entidades financieras también están obligadas a protagonizar un importante proceso de desendeudamiento. En su caso, con el agravante de que no sólo repercutirá en su negocio, sino que lo hará adicionalmente en el conjunto de la economía, porque ese ajuste se basará fundamentalmente en la contracción del crédito. La magnitud del desapalancamiento, que será mayor en las entidades medianas, dependerá de la evolución del riesgo-país, del éxito de la reestructuración financiera y de la evolución de la economía. Aumentar el ahorro a largo plazo y estable de

la sociedad española ayudaría a asentar los cimientos del sector. Además, sería positivo que Europa avanzara hacia la Unión Bancaria para reforzar la integración financiera y luchar contra la fragmentación provocada por la crisis de la deuda soberana.

La banca es, en muchos aspectos, principio y final de la crisis. *Alfa y omega*. En ella residieron buena parte de las causas del endeudamiento, sobre todo del sector privado, y por ella pasa ahora en gran medida el éxito del desendeudamiento y la posibilidad de retomar la senda del crecimiento. Y aún hay más. Como las empresas y los hogares, las entidades financieras también deben adelgazar sus compromisos financieros, porque su cartera de deuda también engordó en exceso en el pasado, solo que en su caso esa cura multiplicará sus impactos en la economía real, privada de crédito mientras el sector no recupere solidez e inspire confianza y mientras la recuperación no arraigue. Como apunta Ángel Bergeles, consejero delegado de AFI y catedrático de la UAM, en un contexto como el actual, en el que aumentar la base de depositantes es difícil con unas rentas a la baja y en el que la financiación mayorista se ha encarecido, «el desapalancamiento debe descansar íntegramente en el crédito bancario», que será más escaso y caro para las empresas y los hogares por un tiempo. ¿Cuánto? «La recuperación del crédito no se suele producir hasta bien asentada la recuperación económica, por lo que es poco realista esperar que sea una reactivación del crédito bancario lo que impulse una recuperación», advierte Víctor Rodríguez, de la CNMV. También el FMI (2012) avanza una caída histórica del crédito bancario en los países de la periferia del euro que puede representar un 9% en los 30 meses que van del tercer trimestre de 2011 al cuarto de 2013. Para un país tan dependiente de la financiación bancaria como España, esta realidad impone unas nuevas normas de juego en la economía.

El sector, por tanto, afronta un desafío mayúsculo cuya trascendencia afecta al conjun-



to de la economía. Superarlo pasa por la resolución de distintos problemas que están conectados. El primero, afrontar una profunda reestructuración bancaria. Una auténtica revolución que se traducirá en un descenso del número de entidades, en la práctica desaparición de las cajas de ahorros, en la reducción de plantillas y la red de oficinas y, en definitiva, en el redimensionamiento de un sector antes sobredimensionado que ahora adaptará su perímetro a los nuevos tiempos. A esta situación se ha llegado tras una cadena de problemas de liquidez y solvencia que no se supo resolver. «La crisis bancaria española ha sido mal diagnosticada y las soluciones se han aplicado tarde y mal. Como ha quedado de manifiesto con las pruebas realizadas por los auditores internacionales, la banca española no tiene solo un problema de liquidez, sino de solvencia en una parte no despreciable del mismo, al menos una tercera parte, como corresponde a una crisis económica e inmobiliaria de la magnitud a la que se está enfrentando la economía española. Aplazar el reconocimiento de la realidad solo ha conducido a alargar la crisis y a hacerla más costosa, no solo en términos fiscales, sino también en términos de producción y empleo perdidos», denuncia Fernando Fernández, el IE Business School. Finalmente, los parches y las soluciones fallidas desembocaron en 2012 en el rescate bancario al abrigo del Memorandum of Understanding (MoU) firmado con Europa, mediante el que se «garantiza la financiación necesaria para la recapitalización del sistema», agrega Fernández. En este saneamiento desempeñará un papel determinante la Sareb –también conocida como *banco malo*–, primero para limpiar los balances de las entidades más afectadas y luego para reciclar los activos extraídos y venderlos con plusvalías.

Como esboza Berges (2013), al término de esta depuración el sistema bancario español quedará estratificado en tres grupos de entidades: grandes, medianas y pequeñas. Cada uno de los dos primeros grupos, grandes y medianas, acaparará una cuota entre el 45 y el 50% del mercado tanto en oficinas, como en depósitos o crédi-

to concedido, mientras que el grupo de pequeñas entidades quedaría en torno al 5% de cuota. Ahora bien, no todos los grupos se ven igualmente exigidos en las condiciones actuales. El autor subraya que las entidades más pequeñas –con unos activos inferiores a los 25.000 millones de euros y predominantemente de ámbito cooperativo– «cuentan con una base de depósitos mucho más estable que el resto de entidades» y fueron más comedidas en la concesión de créditos antes de la crisis, por lo que «apenas van a tener que realizar esfuerzos de desapalancamiento». En cuanto a las grandes –más de 250.000 millones en activos–, «cuentan con la capacidad y credibilidad suficiente como para apelar al mercado». Por el contrario, las medianas –entre 25.000 y 250.000 millones en activos– «se enfrentan al peor de los mundos», por lo que «deberán proceder a un proceso de recorte del crédito mucho más agresivo que los otros dos grupos» y «van a tener que afrontar estrategias más intensas de desapalancamiento».

Junto a la reforma del sistema financiero, las entidades agradecerían una menor tensión en la deuda soberana dada la vinculación existente entre la deuda bancaria y la del Estado. «Una condición necesaria para la moderación del deterioro de las condiciones de financiación de la banca española y su eventual normalización es la reducción del nivel de incertidumbre agregada que en los últimos tiempos ha elevado el riesgo país hasta niveles difíciles de sostener a medio plazo. Es difícil prever una recuperación estable de la base inversora para el conjunto de las entidades españolas en tanto no se estabilicen los indicadores de riesgo macroeconómico y, de manera especial, el elevado nivel de riesgo implícito en los precios de la deuda pública», demanda Óscar Arce en su trabajo.

Esta necesidad se presenta acuciante si, además, se tiene en cuenta la situación existente en la financiación bancaria antes de la crisis. Como resalta Arce (2013), en un contexto de bajo ahorro interno, las entidades españolas hicieron frente a la demanda crediticia de empresas y



hogares a través del ahorro externo captado en los mercados mayoristas, en particular mediante activos con respaldo hipotecario, como las cédulas y las titulizaciones. El panorama ha cambiado ahora por completo, por lo que «alcanzar una composición de su financiación más equilibrada y sostenible representa uno de los grandes retos del sector durante los próximos años», concluye. Para conseguirlo, se antoja imprescindible asentar los cimientos del ahorro en España. «Todos los esfuerzos resultarán insuficientes si no se logra aumentar el ahorro a largo plazo de la economía española. Este no puede seguir financiándose indefinidamente con cargo al exterior», avisa Fernando Fernández (2013). Y añade de forma precisa: «La crisis ha puesto de manifiesto la importancia para los bancos de la financiación minorista tradicional, de los depósitos bancarios, que ha probado ser más resistente y menos volátil que la financiación mayorista, más barata, pero que desaparece en momentos de problemas de liquidez como los que atravesó la banca internacional». Pero en todos estos deberes, España no debe caminar sola. Como ha demostrado el MoU acordado para afrontar la reforma financiera, Europa tiene mucho que decir en este sentido. Y más aún en estos momentos tan cruciales para el euro, puesto que la crisis de la deuda soberana ha hecho retroceder la integración financiera y ha provocado una fragmentación en los mercados impropia de una unión monetaria. «El mercado financiero europeo se ha fragmentado, de forma que los tipos de interés bancarios responden más al riesgo de la deuda soberana de cada país que a los tipos de interés de intervención del BCE. De esa forma, el canal de transmisión de la política monetaria se ha roto (con lo que la política monetaria ya no es única), y los mercados interbancarios y de deuda se han fragmentando, lo que ha obligado al BCE recientemente a adoptar medidas extraordinarias como el programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT, en sus siglas en inglés)», confirma el trabajo de Joaquín Maudos, de la Universidad de Valencia.

En efecto, el BCE se ha erigido en el guardián de la liquidez en ausencia de los canales interbancarios antes habituales, e incluso se ha introducido en arenas heterodoxas, con un primer programa de compras de deuda (SMP) y ahora con un segundo más sutil e ilimitado, aunque sujeto a unas condiciones estrictas (OMT).

Los problemas del euro se suman al déficit de liquidez monetaria habitual en las etapas de desapalancamiento. Un reciente trabajo de Buiter y Rahbari (2012) sobre los periodos de desapalancamiento comprueba que la provisión de liquidez en crisis es en general altamente ineficiente por lo que los bancos centrales deben retener un papel clave a la hora de asegurar la provisión de liquidez durante un largo período de tiempo.

Pero no basta. Para permanecer unida, Europa debe dar más pasos, principalmente en el frente bancario. «La Unión Bancaria significa en síntesis, integrar la arquitectura regulatoria y de supervisión incluido un mecanismo de resolución bancaria único para Europa y un fondo de garantía de depósitos común que permita que un euro depositado en un banco español bueno sea al menos el mismo activo que ese mismo euro depositado en un banco alemán malo», explica Fernando Fernández (2013), quien también demanda mayor y mejor integración fiscal y política.

A propósito de la Unión Bancaria, Maudos (2013) delimita los pasos que hay que seguir. Un mercado único bancario «requiere cuatro ingredientes: el código normativo único en forma de requisitos de capital, los sistemas armonizados de garantía de depósitos, un marco europeo único de rescate y resolución de crisis bancarias, y un mecanismo único de supervisión». Por el momento, el MoU firmado entre España y Europa y los avances en la supervisión única por parte del BCE han inaugurado el camino hacia la Unión Bancaria, pero la adopción y la ejecución de las medidas en este terreno mantienen el ritmo pausado e inconstante tan habitual en Europa. Una mayor celeridad y contundencia serían necesarias para ayudar a los países y a los sectores financieros más expuestos a la crisis del euro.



9. La crisis ha puesto de relieve la necesidad imperiosa de contar con un sistema financiero más sólido y equilibrado, así como menos dependiente del sector bancario. El reforzamiento de los mercados, mediante un esfuerzo conjunto de entidades bancarias e instituciones financieras privadas y públicas, beneficiaría tanto a los ahorradores como a los demandantes de financiación. En especial, propiciaría el asentamiento y crecimiento de las empresas, que encontrarían así más vías de financiación. En el caso de las pymes, se enfrentan a un problema mayor que exige una pluralidad de instrumentos financieros públicos y privados a medida.

La respuesta era de lo más común antes del estallido de la crisis: *teniendo a los bancos, que aportan toda la financiación necesaria, ¿para qué es necesario salir al mercado para financiarse?* Esta sensación se imponía entre los empresarios, que encontraban financiación ajena abundante y barata para acometer sus proyectos, e incluso entre inversores, como los gestores de capital riesgo, que cerraban operaciones de forma constante sin apenas poner capital y con el apoyo de la deuda proporcionada por la banca. A menor escala, los hogares hallaban en las entidades la llave hacia todos sus sueños: coches, casas, vacaciones... De esa realidad queda el recuerdo y, sobre todo, unas consecuencias de dimensiones históricas que evidencian la necesidad de contar con un sistema financiero más sólido y estable, con una menor dependencia de la financiación bancaria y una mayor accesibilidad a los mercados por parte de las empresas, especialmente las pequeñas y medianas (pymes). Porque la economía real, la de los hogares y las empresas, seguirá necesitando financiación y esta no puede depender de un único sector –la banca– y debe ser más amplia y constante.

Como constatan en sus trabajos Fernando Fernández, del IE Business School, y Víctor Rodríguez, de la CNMV, en España existe una excesiva

intermediación bancaria. El 80% de la financiación empresarial proviene del sector bancario y, consecuentemente, las compañías españolas apelan al mercado en mucha menor medida que sus comparables en otros países europeos o en Estados Unidos. Considerando el escenario actual, marcado por una restricción del crédito para recomponer los balances bancarios, y el venidero, determinado por una regulación más estricta del capital y la liquidez, la recomposición de las fuentes de financiación de las empresas españolas y, en particular, de las pymes aparece como aún más deseable y necesaria. Esta realidad no es aplicable solo a España, sino que es común a Europa, que, como exponía el semanario británico *The Economist* (2012), camina hacia un sistema de financiación más equilibrado que estará menos volcado hacia el sector bancario y se abrirá más a los mercados de capitales.

La transición, eso sí, no resultará sencilla. Primero, por el cambio que supone en la cultura de la gestión financiera de las empresas, que obligará a sus gestores a buscar nuevos e imaginativos cauces para obtener los recursos precisos. Segundo, porque también comporta la introducción de mejoras en los mercados de acciones y renta fija que tiendan a ofrecer unas características más apropiadas para un número mayor y más variado de empresas de diferente condición y tamaño; un entorno, en definitiva, más adecuado, y no solo para las empresas, sino también para los inversores. En definitiva, y como demanda Falcones (2013), «en este entorno financiero tan restrictivo, a la par del proceso de desapalancamiento, las compañías están también tratando de diversificar sus fuentes de financiación. Históricamente, las empresas españolas han sido muy dependientes de la financiación bancaria. Ante la dificultad de acceder al crédito bancario, existen dos líneas de trabajo muy importantes además de complementarias: en primer lugar, mejorar el acceso a los mercados de capitales y a la financiación de proyectos (...); y en segundo lugar, buscar financiación oficial y local. En el campo específico de las infraestructuras, cabe destacar la iniciativa



europea de los bonos de proyecto para facilitar la financiación de los mismos. Es igualmente destacable la labor de los organismos multilaterales en la financiación de proyectos de interés público».

Estos cambios resultan especialmente relevantes a las pymes. De hecho, en buena parte la dependencia bancaria de la financiación empresarial se derivaba del elevado protagonismo de las pequeñas y medianas empresas en España. Como exponen Crespo y Crecente (2013), la financiación propia, el crédito bancario y el crédito comercial son prácticamente las únicas fuentes de financiación a las que puede recurrir. Adicionalmente, el tamaño condiciona tanto el volumen de recursos que pueden obtener como el coste y los plazos al que los consiguen, dando como resultado una ecuación perjudicial para las pymes: cuanto menor sea el tamaño menor crédito, mayor coste y plazo menor.

Esta realidad constituye un corsé para las pymes, obstáculo que ahora se ve incrementado por la restricción del crédito, que les afecta de manera más acusada que a las empresas de mayor tamaño. De esta situación se deriva que, frente a lo que se pudiera pensar, la posibilidad de acudir a los mercados para obtener recursos financieros a título de capital o a título de deuda les permitiría aprovechar tanto un tipo de intermediación financiera que les proporcionaría recursos más baratos como diversificar sus fuentes de financiación y aumentar su base de acreedores aumentando su poder de negociación, además de acceder a mayor cantidad de inversores fuera de su círculo fundador. En suma, pondría las bases para superar los principales condicionantes del patrón de financiación de las pymes, enfatizan los profesores Crespo y Crecente.

Porque, además, otra de las mejoras precisas para la economía española consiste en estimular el crecimiento de las compañías. La dimensión media de la empresa española es inferior a la de otros países con grado de desarrollo similar. Un entorno institucional que dificulta la expansión de la actividad empresarial se apunta como la principal razón para explicar la falta de dimen-

sión corporativa, por lo que resulta necesario un viraje en este apartado. Las políticas de apoyo a la pyme encuentran justificación, por ejemplo, en su mayor dificultad para encontrar financiero, pero, al mismo tiempo, deben tener continuidad; es decir, que la pyme no perciba que queda desguarnecida en caso de crecer porque pierde esos apoyos (La Caixa, 2012).

El desafío consiste en cambiar esta realidad para que todas las empresas españolas y especialmente en las pymes tengan abierto el acceso a nuevas fuentes de financiación e incentivos para crecer. Es necesario un mayor desarrollo de los canales no bancarios de financiación. La mayor presencia del capital riesgo y la potenciación del mercado de valores son dos de las dos alternativas obvias, la primera contribuyendo a alumbrar actividades con alto riesgo y la segunda incrementando la transparencia de la empresa, su profesionalización y su tamaño, una variable esencial para el futuro de la economía española. No hay que olvidar tampoco que en la combinación de ambos canales son probables las sinergias ni la importancia de introducir otras novedades, como un mercado de pagarés para las pymes, resalta Rodríguez Quejido (2013).

En este terreno, como en otros ya comentados, la colaboración europea e internacional se antoja fundamental. Y ya está habiendo movimientos. En el ámbito regulatorio mundial y europeo se está produciendo una revisión profunda de la normativa de los mercados de valores y una especial atención se está dedicando a las propuestas dirigidas a facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores para aumentar su visibilidad, mejorar su perfil y potenciar el desarrollo de normas reglamentarias paneuropeas para estos mercados.

10. A partir del umbral del 90% del PIB, la acumulación de deuda pública daña el crecimiento a largo plazo. No hay alternativa, por tanto, al proceso de consolidación fiscal en España, que tiene costes a corto



plazo, pero beneficios a largo plazo. La clave reside en cómo acometer ese ajuste. Resulta más creíble si va acompañado de reformas estructurales y si genera una mayor eficiencia en el gasto público. Además, debe anteponer las medidas con menor impacto contractivo, como la reducción de los salarios públicos, a las iniciativas con mayores efectos, como el recorte de la inversión pública y el aumento de la imposición sobre las rentas del capital. Las singularidades de la Unión Monetaria no apoyan el proceso de consolidación fiscal en España.

Como señalan los profesores Antelo y Peón (2013) en su trabajo, la crisis financiera y económica mundial detuvo de forma abrupta el proceso de creciente apalancamiento del sector privado en España para dar paso a un mayor endeudamiento público a partir de 2008 como consecuencia tanto por los propios mecanismos estabilizadores de la política fiscal como por las políticas expansivas iniciadas entonces. Y la acumulación de deuda pública no es algo inocuo. Si la visión más ampliamente aceptada es que el recurso a la deuda es aceptable siempre que sea sostenible y no dañe el crecimiento a largo plazo, de acuerdo con investigaciones recientes en el ámbito del endeudamiento, como las realizadas por los economistas norteamericanos Rogoff y Reinhart (2011), a partir del umbral del 90% de deuda sobre el Producto Interior Bruto (PIB), la tasa de crecimiento del PIB se reduce en al menos un 1%. Estimaciones realizadas al cierre del año 2012 indican que la deuda pública de España ronda el 90% del PIB, por lo que ya pisa ese peligroso terreno.

La consolidación fiscal española se sitúa en el momento actual en el centro de un gran debate mundial entre académicos y autoridades económicas: la necesidad de diseñar estrategias de política económica que permitan combinar consolidación fiscal y crecimiento. A nadie se le oculta que la consolidación fiscal en España es posi-

ble, pero probablemente ahora se trate de una tarea más complicada que nunca antes, al coincidir con un contexto recesivo que desemboca en un elevado desempleo.

Con carácter general, se considera que los procesos de consolidación fiscal tienen un coste en términos de crecimiento en el corto plazo, pero beneficios significativos en el largo plazo. Si van acompañadas de reformas estructurales que aumenten el potencial de la economía a medio plazo, su credibilidad será mayor. Como afirma Cortina (2013), el ajuste del sector público español podría convertirse en un factor estabilizador y ver reducido su impacto contractivo considerablemente.

Estudios empíricos recientes, como el elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2012), han llegado a la conclusión de que el efecto multiplicador de la política fiscal es muy elevado a corto plazo en las fases recesivas del ciclo. Hay riesgo alto de exacerbar la recesión. Algunos trabajos sostienen, no obstante, que a corto plazo incluso podría haber efectos positivos como consecuencia de la corrección de la sobre-reacción de los mercados o por inducir mayor consumo privado como señal de futuros recortes impositivos. En todo caso, los efectos favorables de la consolidación fiscal es más probable que ocurran en el largo plazo en forma de ahorro en el servicio de la deuda y posibilidad de redirigirlo a reducir los impuestos más distorsionadores en términos de eficiencia; en forma de credibilidad que mitigue los efectos negativos sobre el crecimiento; o, en países muy abiertos al exterior, en forma de aumento de la tasa de crecimiento al combinar consolidación fiscal con reformas de los mercados de bienes y servicios. No hay que olvidar tampoco un efecto positivo potencial para España: debería servir para poder seguir financiando la emisión de deuda pública a costes no prohibitivos. Y este asunto cada vez requiere mayor atención, porque la combinación del alto volumen de deuda pública y el repunte de los costes de financiación en los últimos años provocará que en 2013 el pago de los intereses de la



deuda pública consume 38.600 millones de euros, una cifra equivalente prácticamente al 4% del PIB español.

En suma, las políticas de consolidación fiscal buscan un equilibrio entre los beneficios de la consolidación fiscal a largo plazo y los perjuicios a corto plazo particularmente en un contexto de recesión. La evidencia sobre el efecto que domina no es concluyente. Una corriente de opinión creciente y dominante en los últimos tiempos propugna la implementación de consolidaciones fiscales lentas y graduales.

De acuerdo con trabajos y simulaciones recientes aplicables a la economía española citadas por Antelo y Peon (2013), las dos medidas más contractivas a corto plazo son el recorte de la inversión pública y el aumento de los impuestos sobre las rentas del capital. Por el contrario, el recorte de los salarios públicos aumenta el empleo y el PIB tanto a corto como a largo plazo. Aunque los resultados de estos trabajos no son compartidos de manera generalizada, cada vez es más concluyente la evidencia de que la consolidación fiscal mediante reducción del gasto público corriente contrae menos el crecimiento o exacerba menos la recesión que la consistente en aumentar los impuestos, que merma la confianza y el crecimiento especialmente en economías con ingresos fiscales ya muy cuantiosos. La primera, además, permite una consolidación sostenida del presupuesto. La investigación disponible también encuentra que las consolidaciones fiscales realizadas mediante subidas de impuestos directos (IRPF) suelen ser más perniciosas que las efectuadas mediante impuestos indirectos (IVA).

En términos comparativos, el déficit fiscal español tiene su origen en una menor capacidad recaudatoria más que en un excesivo gasto público y como consecuencia, se enfrenta a un hándicap: corregir el diferencial de menores ingresos en un momento de recesión económica es contraproducente. El reto es combinar reducción del gasto público con la implantación gradual de aumentos impositivos que tengan reducido efecto sobre el consumo. Sin olvidar tampoco que el

objetivo de desapalancamiento del sector público no solo debe ser reducir el desequilibrio presupuestario, sino también aumentar la eficiencia de los programas de gasto público en Sanidad, educación, prestaciones por desempleo, inversión pública, evitar duplicidades entre administraciones, etc.

Mención especial por su impacto sobre la consolidación fiscal que acomete España merecen las singularidades del área económica a la que pertenece, la Unión Económica y Monetaria (UEM), que hacen mucho más complejo el proceso. La deuda soberana de los estados miembros está emitida en una moneda que las autoridades de ese Estado no controlan, lo cual significa que el Banco Central Europeo (BCE) no es prestamista en última instancia de los Tesoros nacionales y esto influye en el precio de la deuda española en los mercados internacionales. El proceso de consolidación fiscal español no recibe ayuda alguna del presupuesto europeo y los países con margen presupuestario no estimulan su demanda interna para ayudar al resto, mientras el BCE no complementa la consolidación con una política monetaria suficientemente expansiva y de depreciación del euro.

Y dada la falta de consenso sobre los efectos (positivos o negativos) de la consolidación fiscal y sin un cambio de rumbo definitivo por parte de las autoridades europeas -aunque en los últimos meses se han dado pasos como el programa de compra de bonos por parte del BCE o los progresos en la Unión Bancaria-, no hay más alternativa para España. La consolidación fiscal es ineludible hoy por hoy y el margen disponible es el ritmo de la consolidación y la elección de una u otra estrategia.

En resumen, la consolidación fiscal española debe enfrentarse y convivir con cinco retos fundamentales: dar tiempo a que se materialice el desapalancamiento privado; conseguir que la economía crezca; garantizar la sostenibilidad de la deuda pública; romper el lazo entre el endeudamiento público y el endeudamiento bancario; y resolver los desequilibrios de balanzas corrientes de la eurozona.



11. La economía española padece un gran déficit de credibilidad tanto interna como externa. La transparencia y las reformas constituyen el principal camino para recuperar la confianza perdida. Al mismo tiempo, la ética de los comportamientos colectivos e individuales, públicos y privados, adquiere una importancia capital a la hora de restaurar la credibilidad no solo de los agentes económicos y financieros, sino también -y sobre todo- de los ciudadanos en un contexto en el que la crisis está provocando duras consecuencias sociales. En esta tarea, regular y normalizar el papel de los «lobbys» sería igualmente importante para aportar claridad a los procesos de decisión.

Uno de los aspectos que la actual situación de crisis ha traído a primer plano es el déficit de credibilidad de la economía española como consecuencia del complejo conjunto de factores que se han dado cita a lo largo de los últimos años. Esa falta de credibilidad se plasma en todos los indicadores que, en mayor o menor medida, sean financieros o económicos, reflejan la confianza de los agentes económicos nacionales e internacionales, inversores o consumidores. Esa desconfianza tiene raíces públicas y privadas; afecta al Estado y a los bancos y las empresas; a los dirigentes políticos y a los empresariales. «Una parte importante de esta falta de confianza se deriva de la insuficiente transparencia del sistema político español y de la gestión de sus dirigentes, así como las carencias de transparencia en el ámbito privado de empresas, grandes y pequeñas, e instituciones. La eficiencia de las economías modernas de mercado, y la española no es una excepción, solo funcionará si todos los agentes económicos y sociales tienen acceso a una información cada vez más oportuna, relevante y fiable que oriente y alimente la toma de decisiones estratégicas, públicas y privadas», expone en su trabajo Carmen Alcaide, analista y ex presidenta del Instituto Nacional de Estadística.

Por tanto, y como complemento indispensable del despalancamiento y la reactivación económica, otra de las tareas que afronta España consiste en recuperar la confianza perdida. Como subraya Cardoso (2013), transparencia y reformas constituyen una combinación ganadora a la hora de superar el periodo de desendeudamiento y ajuste y, al mismo tiempo, para generar una certidumbre suficiente que incremente el ahorro en la economía y reduzca el coste de financiación tanto de los agentes públicos como privados.

Esa transparencia resulta especialmente necesaria en el sector público español, que presenta deficiencias acusadas en la opacidad de entidades que viven del presupuesto y que forman parte del perímetro del Estado, aunque no sean propiamente Estado, como pueden ser los partidos políticos o las organizaciones sociales y mercantiles que reciben subvenciones y ayudas del Estado, así como el resto de Administraciones Públicas. «En este entorno florece el riesgo de corrupción que compromete la calidad de la democracia y la solvencia y reputación del Estado y de la política», exalta Alcaide (2013). Y por este motivo, reclama: «En el ámbito de la información económica la exigencia de transparencia de los poderes públicos es más relevante y adquiere la categoría de principio que debería guiar la actuación de los poderes públicos». Estos organismos e instituciones deben ver la transparencia no solo como un activo que genera confianza, sino como un deber ante la sociedad a la que representan.

España padece una laguna legislativa en el desarrollo del derecho de los ciudadanos al acceso y transparencia de la información del sector público, expresado con generalidad en la constitución española. Esta laguna legislativa está en trámites de solución a través de la Ley de Transparencia, que debe convertirse en referencia del tránsito de la economía española. En el ámbito económico, la transparencia estadística ha alcanzado un grado importante de avance en la legislación europea originada en la necesidad de disponer de una información de calidad, veraz, y fiable sobre los Estados miembros. Existe un



código de buenas prácticas de obligado cumplimiento. España lo cumple, pero en el capítulo de la información estadística del sector público es donde presenta algunas debilidades. Y la información estadística constituye un *input* fundamental para el diagnóstico, formulación y evaluación de las políticas y estrategias públicas y privadas.

La información estadística es también factor fundamental para aprovechar todo el potencial de la investigación económica y financiera, que ya ofrece gran cantidad de trabajos y herramientas importantes que permiten reducir el riesgo a la hora de aplicar medidas correctoras a la economía de mercado. Conectar la ciencia económica y financiera con la práctica de la política económica, con la práctica del comportamiento de los agentes económicos, es un ámbito de enormes posibilidades tanto para conducir la economía como para generar credibilidad.

Aunque la falta de transparencia y el déficit de confianza de España constituyen una rémora para el desapalancamiento y la regeneración económica, sería un error enfocar esas taras únicamente desde este prisma sin considerar el impacto y las consecuencias sociales que también implican. La dureza del proceso de ajuste que vive España está afectando a capas muy amplias de la población y pondrá a prueba los cimientos y las costuras del país. La transparencia y las reformas tendrán costes para capas desfavorecidas de la sociedad y también privilegiadas y habrá enorme resistencia intelectual. En términos éticos, todos los comportamientos individuales y colectivos, privados y públicos, adquieren una importancia capital en estos delicados y cruciales momentos.

A la hora de tener en cuenta esta denominada resistencia intelectual, es conveniente hacer referencia al denominado «riesgo sistémico» en sentido amplio, referido no solo al ámbito financiero. La crisis económica y social en España ha puesto de manifiesto cómo ciertas actividades económicas, financieras y hasta sociales pueden generar riesgo sistémico para la economía en su conjunto, sin que se perciba ese riesgo en toda su

intensidad desde el ámbito del propio sector o actividad e incluso desde la sociedad en su conjunto. La burbuja inmobiliaria o la crisis de las cajas de ahorro son solo algunos ejemplos. La transparencia sin ambages ayudará a detectar y corregir esos potenciales riesgos. Al mismo tiempo, el cumplimiento de códigos y normas ya en vigor, como el Gobierno Corporativo, ayudarían igualmente a erradicar ciertas prácticas y excesos de los gobiernos de las empresas.

Sin salir del ámbito de la transparencia, ante los ciudadanos y los agentes económicos también parece un momento oportuno para abordar la situación de los grupos que representan, defienden y actúan por intereses comunes y legítimos de colectivos de distinto tipo de carácter económico, financiero o social («lobbys» en terminología anglosajona de uso general). En un período en el cual se van a producir cambios y reformas con una intensidad y profundidad desconocidas en España, que afectarán a ámbitos de todo tipo, algunos de ellos enormemente complejos, parece conveniente avanzar en la definición y normalización de esta figura como ingrediente fundamental de la necesaria transparencia.

Referencias Bibliográficas (*)

- ALCAIDE, C. (2013). «Credibilidad y transparencia del sector público». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- ANTELO, M. y PEÓN, D. (2013). «Desapalancamiento del sector público: teoría y evidencia empírica». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- ARCE, O. (2013). «La financiación bancaria en España: el impacto de la crisis de deuda soberana». En: *Papeles de la Fundación de Estudios*

(*) Se incluyen también las referencias de los autores y artículos que forman parte de esta publicación.



- Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- ASPACHS-BRACONS, O., JODAR-ROSELL, S. y GUAL, J. (2011). Perspectivas de desapalancamiento en España [en línea]. *Documentos de Economía La Caixa* n. 23, diciembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2012). «Características de las correcciones de balanza por cuenta corriente». En: *Boletín mensual*, abril, pp. 51-54.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2012). «El endeudamiento de las empresas en la zona euro». En: *Boletín mensual*, febrero, pp. 97-114.
- BERGES, A. (2013). «Entidades bancarias medianas: estrategias en un entorno restrictivo». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- BUITER, W. y RAHBARI, E. (2012). *Debt of nations: Mr. Micawber's vindication: causes and consequences of excessive debt*. November 107 p. Citi GPS: Global Perspectives & Solutions.
- CALZADA, B. y GARCÍA COTO, D. (2013). «Un ahorro financiero familiar sano para la economía y para los propios hogares». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- CARBÓ VALVERDE, S. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2012). «El reto de la deuda privada y del desapalancamiento en España». En: *Cuadernos de Información Económica*, n. 227, pp. 121-126.
- CARDOSO, M. (2013). «25 años de crecimiento. ¿Toca ahora austeridad?». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- CORTINA, A. (2013). «¿Hasta dónde condiciona el endeudamiento las decisiones económicas?». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- CRESPO, J.L. y CRECENTE, F. (2013). «Patrones financieros para Pymes en expansión». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- DEHESA, G. de la (2012a). «Austeridad y crecimiento: evidencia empírica». *El País*, 20 de mayo de 2012.
- DELL'ARICCIA, G. [et al.] (2012). Policies for macrofinancial stability: how to deal with credit booms [en línea]. *IMF Staff Discussion Note*, n. SDN/12/06, June 7.
- FALCONES, B. (2013). «La estrategia empresarial en un entorno financiero restrictivo». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- FEITO, J.L. (2013). «La posición financiera frente al exterior de la economía española. Estrategias de salida». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- FERNÁNDEZ, F. (2013). «Crisis y desapalancamiento en España». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- FERNÁNDEZ CURRÁS, M. (2013). «La estrategia presupuestaria a medio plazo del sector público español». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012). *Global financial stability report*. April and October.
- GARCÍA NOVOA, C. (2013). «Fiscalidad y desapalancamiento societario. Algunas consideraciones». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- GARCÍA PIÑEIRO, P. y GIMENO CHOCARRO, J.L. (2013). «La reforma laboral 2012 como pieza importante en el ajuste y regeneración del tejido empresarial español». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- GARCÍA VAQUERO, V. y ALONSO, F. (2012). «La evolución de los mercados de renta fija



- entre 2000 y 2011». En: *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto, pp. 51-62.
- GÓMEZ MONTEJO, I. (2013). «Estructura financiera empresarial y ciclo económico». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (2013). «Gobierno corporativo y estructura financiera». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- KOO, R. (2011). «The world in balance sheet recession: causes, cure and politics». En: *Real-world Economics Review*, issue n. 58, 12th December, pp. 19-37.
- LABORDA, A. (2013). «Retos financieros de las familias españolas. Consumo, reducción de deuda y financiación de la economía». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- LA CAIXA (2012). «Perspectivas de desendeudamiento bancario en Europa». Informe Mensual La Caixa, diciembre, pp. 45-47.
- LA CAIXA (2012). «Dimensión de la empresa española». Informe Mensual La Caixa, mayo, pp. 1, 18-21, 44-47 y 56-58.
- LA CAIXA (2012). «Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez» y «El sobreendeudamiento de las empresas españolas ¿problema común o de unas pocas?». Informe Mensual La Caixa, abril, pp. 44-47 y 69-71.
- MALO DE MOLINA, J.L. y ORTEGA, E. (2013). «La competitividad de la economía española en un entorno de desapalancamiento y austeridad». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- MAUDOS, J. (2013). «Unión bancaria, ¿sí o no? Condicionantes». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- McKINSEY. (2012). *Debt and deleveraging: uneven progress on the path to growth*. McKinsey Global Institute.
- McKINSEY. (2010). *Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences*. McKinsey Global Institute.
- NAREDO, J.M. (2013). «Patrimonio familiar y crisis inmobiliaria. La apuesta por el alquiler». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- REINHART, C.M and ROGOFF, K.S., J.M. (2009). *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2012. 463 p. ISBN: 978-0-691-14216-6.
- RÍO, A. del y CUENCA, J.A. (2012). «La evolución financiera y sociedades del área euro en 2011». En: *Boletín Económico del Banco de España*, mayo, pp. 109-116.
- RODRÍGUEZ QUEJIDO, V. (2013). «Hacia un sistema financiero español más equilibrado. El papel de los mercados de valores». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 47*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- THE ECONOMIST (2012). «Filling the bank-shaped hole. Europe's banks are shrinking. What will take their place? ». *The Economist*, n. 8815, December 15th, pp. 22-24.
- VAUSE, N. *et al.* (2012). «Financiación y desapalancamiento de la banca europea». En: *BIS Quarterly Review*, March, pp. 1-15.