



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

DESAPALANCAMIENTO Y CRECIMIENTO EN ESPAÑA

PRIORIDADES Y ESTRATEGIAS SECTORIALES
EN EL CAMINO HACIA UNA ECONOMÍA EQUILIBRADA*

Director

Domingo J. García Coto

* REALIZADO EN COLABORACIÓN CON:



PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 47

ISBN: 978-84-616-2437-9
Depósito Legal: M. 1151 - 2013
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	7
RESUMEN EJECUTIVO Y BIBLIOGRAFÍA	
<i>Domingo J. García Coto Director del Servicio de Estudios de BME y Pedro Calvo Martínez, Periodista especializado en Economía y Finanzas</i>	9
PARTE I. LA DELICADA COMBINACIÓN DE AUSTERIDAD Y CRECIMIENTO	
1. 25 años de crecimiento. ¿Toca ahora austeridad? <i>Miguel Cardoso, Economista Jefe, Unidad de España, BBVA Research</i>	33
2. ¿Hasta dónde condiciona el endeudamiento las decisiones económicas? <i>Antonio Cortina, Director Adjunto del Servicio de Estudios. Banco Santander</i>	51
3. La posición financiera frente al exterior de la economía española. Estrategias de salida <i>José Luis Feito, Presidente. Instituto de Estudios Económicos (IEE)</i>	61
4. La competitividad de la economía española en un entorno de desapalancamiento y austeridad <i>José Luis Malo de Molina, Director General del Servicio de Estudios. Banco de España y Eloísa Ortega, Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica. Banco de España</i>	69
PARTE II. FINANCIACIÓN Y DESAPALANCAMIENTO EMPRESARIAL. NUEVOS PATRONES FINANCIERO: ¿MÁS CAPITAL Y MENOS DEUDA?	
5. La estrategia empresarial en un entorno financiero restrictivo <i>Baldomero Falcones, Presidente Ejecutivo. FCC</i>	83
6. Estructura financiera empresarial y ciclo económico <i>Ignacio Gómez Montejo, Director. ICR</i>	89
7. Patrones financieros para Pymes en expansión <i>José Luis Crespo, Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Alcalá. IAES y Fernando Crecente Romero, Profesor Ayudante Doctor en Organización de Empresas. Universidad de Alcalá. IAES</i>	99
8. La reforma laboral 2012 como pieza importante en el ajuste y regeneración del tejido empresarial español <i>Nuria García Piñeiro, Profesora Titular de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social. Universidad Complutense y Juan Luis Gimeno Chocarro, Técnico Comercial y Economista del Estado</i>	109
9. Gobierno corporativo y estructura financiera <i>Francisco González, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Oviedo</i>	119
10. Fiscalidad y desapalancamiento societario. Algunas consideraciones <i>César García Novoa, Catedrático de Derecho Financiero y Tributario. Universidad de Santiago de Compostela</i>	131

**PARTE III. RETOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS. CONSUMO, REDUCCIÓN DE DEUDA Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA**

- 11. Retos financieros de las familias españolas. Consumo, reducción de deuda y financiación de la economía**
Ángel Laborda, Director de Coyuntura. FUNCAS _____ 157
- 12. Patrimonio familiar y crisis inmobiliaria. La apuesta por el alquiler**
José Manuel Navedo, Doctor en Ciencias Económicas y Profesor (ad honorem) de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid _____ 169
- 13. Un ahorro familiar sano para la economía y para los propios hogares**
Blas Calzada, Presidente. Comité Asesor Técnico de los índices IBEX y Domingo J. García Coto, Director del Servicio de Estudios de BME _____ 187

PARTE IV. UNA SENDA SOSTENIBLE DE DESAPALANCAMIENTO Y REDUCCIÓN DE TAMAÑO DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

- 14. Unión bancaria: ¿sí o no? Condicionantes**
Joaquín Maudos, Catedrático de Análisis Económico. Universidad de Valencia e investigador de IVIE 205
- 15. Crisis y desapalancamiento en España**
Fernando Fernández Méndez de Andés, Profesor de Economía. IE Business School _____ 215
- 16. La financiación bancaria en España: el impacto de la crisis de deuda soberana**
Oscar Arce _____ 225
- 17. Entidades bancarias medianas: estrategias en un entorno restrictivo**
Ángel Berges, Consejero Delegado de AFI y Catedrático de la UAM _____ 235
- 18. Hacia un sistema financiero español más equilibrado; el papel de los mercados de valores**
Víctor Rodríguez, Director del Gabinete de Presidencia. CNMV _____ 245

PARTE V. AJUSTE E IMPULSO DEL SECTOR PÚBLICO

- 19. Desapalancamiento del sector público: teoría y evidencia empírica**
Manel Antelo, Profesor Titular. Universidad de Santiago de Compostela y David Peón, Profesor de Finanzas. Universidad de A Coruña _____ 259
- 20. Credibilidad y transparencia del sector público**
Carmen Alcaide, Analista y Ex Presidenta. INE _____ 279
- 21. La estrategia presupuestaria a medio plazo del sector público español**
Marta Fernández Currás, Secretaria de Estado de Presupuestos y Gastos. Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas _____ 287

PAPELES DE LA FUNDACIÓN _____ 291

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS _____ 293



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN Y COORDINACIÓN

Domingo J. García Coto

Director del Servicio de Estudios, BME

EQUIPO DE TRABAJO

Javier Garrido Domingo

Subdirector del Servicio de Estudios, BME

Pedro Calvo Martínez

Periodista especializado en Economía y Finanzas

María Paz Alonso Pardo

Responsable de Biblioteca, BME

Olga V. Martín Merino

Técnico del Servicio de Estudios, BME

Mercedes Gómez Jacinto

Técnico del Servicio de Estudios, BME

Victoria González Quintana

Técnico del Servicio de Estudios, BME

Ricardo Alarcón Cobos

Técnico del Servicio de Estudios, BME

COLABORADORES

Carmen Alcaide

Analista y Ex Presidenta. INE

Manel Antelo

Profesor Titular, Universidad de Santiago de Compostela

Óscar Arce

Ángel Berges

Consejero Delegado, AFI y Catedrático de la UAM

Blas Calzada

Presidente, Comité Asesor Técnico del IBEX 35

Miguel Cardoso

Economista Jefe, Unidad de España, BBVA Research

Antonio Cortina

Director Adjunto del Servicio de Estudios, Banco Santander

Fernando Crecente Romero

Profesor Ayudante Doctor en Organización de Empresas, Universidad de Alcalá

José Luis Crespo

Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Alcalá



Baldomero Falcones

Presidente Ejecutivo, FCC

José Luis Feito

Presidente, Instituto de Estudios Económicos (IEE)

Marta Fernández Currás

Secretaria de Estado de Presupuestos y Gastos, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

Fernando Fernández Méndez Andrés

Profesor de Economía, IE Business School

César García Novoa

Catedrático de Derecho Financiero y Tributario, Universidad de Santiago de Compostela.

Nuria García Piñeiro

Profesora Titular de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social, Universidad Complutense

Juan Luis Gimeno Chocarro

Técnico Comercial y Economista del Estado

Ignacio Gómez Montejo

Director, ICR

Francisco González

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Oviedo

Ángel Laborda

Director de Coyuntura, FUNCAS

José Luis Malo de Molina

Director General del Servicio de Estudios, Banco de España

Joaquín Maudos

Catedrático de Análisis Económico. Universidad de Valencia e investigador de IVIE

José Manuel Naredo

Doctor en Ciencias Económicas y Profesor (ad honorem) de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid

Eloisa Ortega

Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica, Banco de España

David Peón

Profesor de Finanzas, Universidad de A Coruña

Víctor Rodríguez

Director del Gabinete de Presidencia, CNMV

GRUPO DE CONSULTA

Juan Carlos Ureta Domingo

Presidente, FEF-IEAF

Javier Méndez Llera

Director General, FEF y Secretario General, IEAF

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios, FEF



PRESENTACIÓN

España se enfrenta a una situación económica y financiera muy compleja para la que no hay salidas fáciles ni milagrosas sino un largo y tortuoso camino. Ese camino, esa maratón a la que se refería recientemente el FMI, es también un enorme puzzle, un rompecabezas, en el que hay que poner las piezas correctas en el lugar y en el momento adecuado. El objetivo a lograr por la economía española a lo largo de este periplo es el que da título a este estudio: «desapalancarse y crecer». Y de acuerdo con la experiencia reciente de nuestra economía (crecimiento basado en el apalancamiento, en el acceso fácil y barato al endeudamiento), el objetivo no va a ser fácil de lograr.

Bolsas y Mercados Españoles y la Fundación de Estudios Financieros, a través respectivamente de dos publicaciones veteranas como la revista BOLSA que ha cumplido 20 años y la colección «Papeles de la Fundación» que alcanza con este su número 47, han puesto en marcha una iniciativa que comenzó con una Jornada de Debate que se celebró el pasado 10 de octubre de 2012 y que continúa ahora con la edición de un nuevo número de «Papeles de la Fundación» titulado «Desapalancamiento y Crecimiento en España. Prioridades y estrategias sectoriales en el camino hacia una economía equilibrada», con artículos elaborados por los mismos participantes a partir de las ponencias presentadas en aquel momento en el Palacio de la Bolsa.

Desde la FEF ya hemos insistido en nuestras últimas publicaciones e intervenciones en una serie de propuestas y conceptos sobre los que intentamos avanzar y desarrollar en este estudio.

Una de ellas es que es preciso corregir cuanto antes los desajustes en los que nuestra economía está inmersa. La corrección de algunos desequilibrios financieros generados por la burbuja de crédito y de deuda exige sacrificios y ajustes en el corto plazo que garanticen y fortalezcan la posición de la economía española como una de las grandes economías de la zona euro. Algunos de esos sacrificios y ajustes pueden generar menor crecimiento de la actividad o del empleo en el corto plazo, pero su adopción, además de necesaria, será enormemente beneficiosa para el empleo y para la actividad, una vez que se superen los efectos contractivos de corto plazo.

Otra reflexión de la FEF es que la sostenibilidad de la deuda pública y el exceso de endeudamiento requieren cuanto antes recuperar la senda del crecimiento y ello, precisa reformas profundas que favorezcan un aumento de la oferta potencial sin aumentar el gasto público. Más aún en una Unión Monetaria donde no existen salidas falsamente expansivas a corto plazo como la devaluación.

A lo largo de este estudio se analiza cómo los sectores institucionales de nuestra economía (las empresas no financieras, los hogares, las entidades financieras y las administraciones públicas) afrontan el reto del desapalancamiento y del crecimiento, teniendo en cuenta al mismo tiempo la estrecha interdependencia entre todos ellos. Estamos convencidos de que una perspectiva amplia de los retos a los que se enfrentan los distintos participantes en la economía ayudará a definir mejor las estrategias individuales de todos ellos, hogares, entidades privadas o el



mismo sector público. De las estrategias individuales correctas saldrá sin duda el esperado resultado positivo.

El objetivo de desapalancarse y crecer está estrechamente relacionado con todo lo que es sistema financiero y finanzas corporativas y en ese ámbito no dudamos que es el momento de perseguir un sistema financiero, o mejor un ecosistema, más equilibrado y resistente. Más equilibrado en cuanto al papel de la banca y los mercados de valores, más equilibrado en cuanto a la deuda y los recursos propios. No se trataría tanto de sustituir la financiación bancaria como fuente principal de financiación de la economía española, sino de ampliar sus posibilidades a través de los mercados de capitales, especialmente en circunstancias difíciles, como las actuales. En suma,

un sistema con más flexibilidad y resistencia para hacer frente a situaciones complejas como la que estamos viviendo.

Desde el rigor que garantiza contar con un grupo tan prestigioso de ponentes como los que participaron tanto en la Jornada de Debate, como lo hacen ahora en esta publicación, pretendemos que esta iniciativa sea un mosaico de diagnósticos, alertas, perspectivas de futuro e ideas novedosas o alternativas.

A todos los que han intervenido en este estudio quiero agradecerles su dedicación y apoyo a esta iniciativa y en especial a su Director, D. Domingo García Coto.

Juan Carlos Ureta Domingo
FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS



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 cuanta 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 área 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 titulaciones. 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



européa 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.

**LA DELICADA COMBINACIÓN DE AUSTERIDAD
Y CRECIMIENTO**



25 AÑOS DE CRECIMIENTO, ¿TOCA AHORA AUSTERIDAD?

Miguel Cardoso, Economista Jefe, Unidad de España, BBVA Research

I. INTRODUCCIÓN

La economía española vivió un largo período de expansión, como consecuencia de factores externos que difícilmente se repetirán durante los próximos años. En particular, el acceso a flujos de financiación elevados y con un coste significativamente por debajo de lo que se había pagado en el pasado, supusieron un fuerte incremento del gasto y en particular de la inversión. Adicionalmente, dichos flujos se dirigieron hacia sectores de bienes no comerciables e intensivos en mano de obra, lo que generó desequilibrios adicionales en el mercado laboral y en el sector público. La reversión de estos factores ha traído un período de recesión que ya toca su cuarto año. En el presente artículo se argumenta que aunque efectivamente no es de esperar un regreso a tasas de crecimiento similares a las observadas en el período anterior a la crisis (en ausencia de reformas más ambiciosas), tanto el sector público como el sector privado han avanzado ya en ajustar sus hojas de balance, reduciendo sus desequilibrios y sentando las bases para el crecimiento. Más aún, la crisis ha mostrado la existencia de un sector exportador dinámico, que va ganando peso en la economía. En general, fuera del sector de la construcción inmobiliaria, las empresas españolas presentan niveles de endeudamiento y rentabilidad similares a los de sus principales competidores y han generado tasas de crecimiento por encima del 2% en 2010 y 2011. Hacia delante, el principal reto lo constituye el imple-

mentar las reformas necesarias para mantener el elevado crecimiento de la productividad, afectado por la destrucción de empleo.

II. CARACTERÍSTICAS DEL CRECIMIENTO ESPAÑOL EN EL PERÍODO PREVIO A LA CRISIS

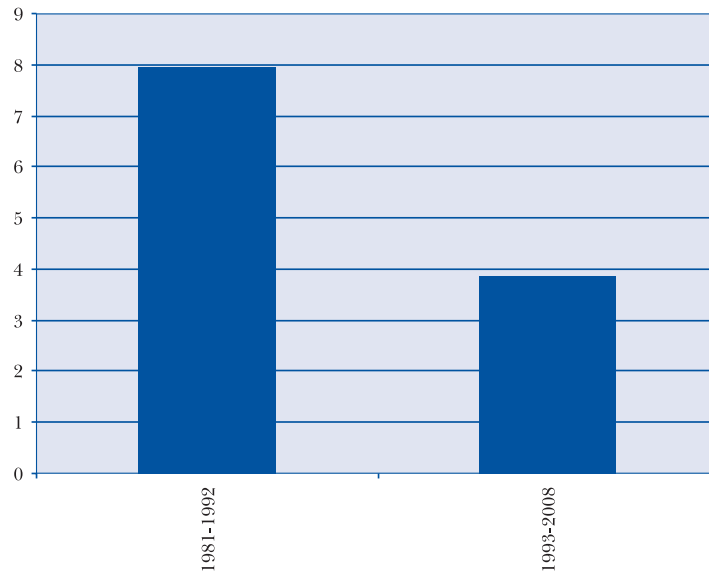
Durante el período 1993-2008, la economía española presentó un crecimiento promedio de un 3% por año, significativamente por encima de lo observado en el resto de países pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM). En particular, existen dos factores diferenciales que explican este comportamiento: en primer lugar, el establecimiento del euro y el cumplimiento de España de los criterios de Maastricht trajeron como consecuencia una reducción significativa de los tipos de interés relevantes para la economía nacional (ver gráfico 1). La eliminación del riesgo de una depreciación del tipo de cambio, la perfecta movilidad de capital entre los países de la UEM y la considerable mejora de los fundamentales de la economía española (reducción del déficit público, control de la inflación, reformas para aumentar la capacidad de crecimiento, etc.) supusieron un incremento significativo de los flujos de financiación hacia el país y sobre todo, se dieron a un coste considerablemente inferior al observado en la década anterior. En segundo lugar, el incremento de la población económicamente activa, tanto por factores sociales (incremento en la tasa de partici-



pación de la mujer) como demográficos (inmigración), permitió la canalización de estos recursos hacia sectores intensivos en el uso de mano de obra, principalmente productores de bienes no comerciables (ver gráfico 2). Esta acumulación de

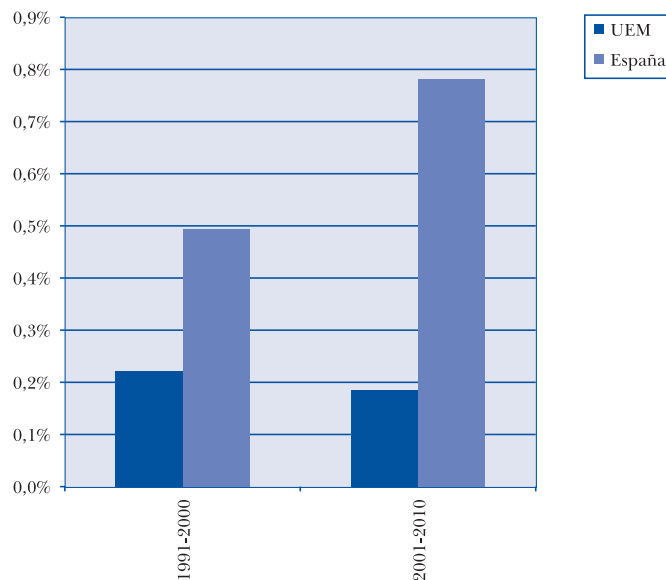
factores de producción (capital y trabajo) explica más de un 90% de la tasa de crecimiento promedio del PIB en España durante los últimos 20 años, con la productividad total de los factores explicando el resto.

GRÁFICO 1. TIPOS DE INTERÉS REALES EX POST (Promedio de período, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE y Banco de España.

GRÁFICO 2. POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR (Contribución al crecimiento del PIB, promedio anual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Otra forma de ver lo anterior es a través de la descomposición del PIB en una serie de determinantes relacionados con las variables anteriormente mencionadas. Así, el crecimiento del PIB puede entenderse como la suma de los cambios en la productividad (PIB por ocupado), la tasa de empleo (ocupados sobre población activa), la tasa de actividad (población activa sobre población en edad de trabajar) y un factor demográfico (población en edad de trabajar sobre la población total). Expresado de otro modo,

$$PIB = \frac{PIB}{OCU} * \frac{OCU}{ACT} * \frac{ACT}{PET} * \frac{PET}{POB} * POB$$

En el período 1993-2008, el PIB en España se incrementó en un 64% en términos reales. Esto fue el resultado de un aumento de la productividad del 10%, de un ascenso de la tasa de ocupación de un 12%, de una mejora en la tasa de actividad de un 21%, de un incremento en el factor demográfico de un 5% y de un aumento en la población del 16%. Es decir, casi un 85% del crecimiento del PIB durante el período en cuestión se produjo como consecuencia de la mayor capacidad de generación de empleo de la economía (OCU/ACT) y del incremento de la oferta de trabajo (ACT/PET*PET/POB*POB). Cada uno de estos factores supone un reto hacia delante, en la medida en que será difícil replicar las condiciones que hicieron posible su crecimiento en el pasado.

Por otro lado, el resto del crecimiento (apenas un 15% del total), se debe al aumento en la productividad. En particular, esta puede describirse de la siguiente forma (utilizando una función de producción Cobb-Douglas):

$$\frac{PIB}{OCU} = \frac{AK^\alpha OCU^{(1-\alpha)}}{OCU} = A \left(\frac{K}{OCU} \right)^\alpha$$

es decir, la productividad por ocupado es una función de la productividad total de los factores (A), y del capital (K) por ocupado. Por su parte, la constante α representa la proporción del ingre-

so que se destina a pagar los servicios del capital. Con un valor de α del 0,4, en línea con la literatura¹, la contribución del capital por ocupado al crecimiento de la productividad habría sido de alrededor de 8pp, el resto (2 pp hasta llegar a los 10pp) habría sido por aumento en la productividad total de los factores. A este respecto, resaltar dos cosas: la primera que el capital invertido se dirigió a sectores intensivos en el uso de mano de obra. Lo anterior se refleja en que a pesar de un crecimiento significativo de la inversión (110% entre 1993 y 2008), el ratio capital por ocupado, apenas creció un 20% como consecuencia del fuerte aumento del denominador. En segundo lugar, destacar el bajo crecimiento de la productividad total de los factores que diferencia a España negativamente respecto al resto de países desarrollados.²

En conclusión, la acumulación de factores, ya sea capital o trabajo, explican una parte significativamente mayoritaria del crecimiento en España durante los años anteriores a la crisis. La productividad, por su parte, tuvo una contribución bastante baja a pesar del fuerte incremento de la inversión. La siguiente sección discute los problemas que enfrenta este modelo de crecimiento.

III. LOS PROBLEMAS

A) EL DESCENSO ESPERADO EN EL CRECIMIENTO DE LA OFERTA DE TRABAJO Y EL INCREMENTO EN LA TASA DE PARO ESTRUCTURAL

Durante los próximos años, habrá cuando menos dos factores a tomar en cuenta respecto al aumento de la oferta de trabajo y en especial a la dinámica que seguirá la población económicamente activa. En primer lugar, las previsiones que actualmente tiene el Instituto Nacional de Estadística (INE) apuntan a un retroceso de la

¹ Ver Gollin (2002).

² Ver por ejemplo, Mora-Sanguinetti y Fuentes (2012).



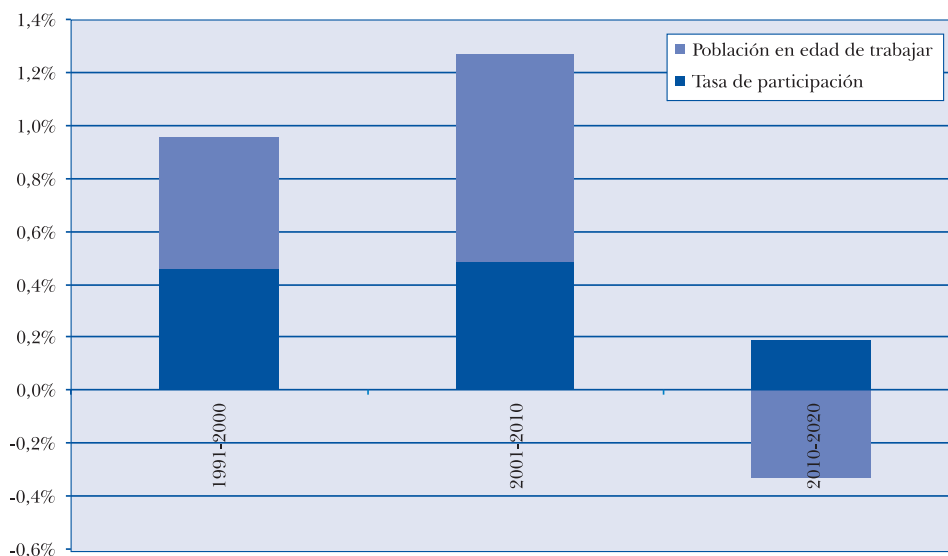
población en edad de trabajar del 7% durante los próximos 10 años. Lo anterior se debe, por un lado, a factores demográficos ligados con el envejecimiento natural de la población española. Sin embargo, este determinante había sido compensado en el pasado por flujos de inmigración significativos que se concentraban especialmente en rangos de edad entre los 25 y los 40 años. Con el advenimiento de la recesión y crisis, el atractivo que antes representaba el mercado laboral español se ha ido deteriorando y con dicho empeoramiento, se ha observado una reducción acusada de los flujos. Por otro lado, se ha comenzado a observar un fenómeno migratorio hacia otros países, no exclusivo a extranjeros residentes en España, que podría intensificarse durante los próximos años en la medida en que la recuperación de la economía se ralentice.

En segundo lugar, el incremento sostenido que se venía observando en la tasa de participación se ha detenido durante los últimos cuatro años, donde prácticamente se ha mantenido constante. Esto puede explicarse en parte por el carácter contracíclico de esta variable: en una recesión los ajustes en salarios como consecuencia de la reducción de costes de las empresas disminuyen el coste de permanecer en casa, afectando las decisiones de las familias sobre su participación en la búsqueda de empleo. Adicionalmente, el fenómeno del desempleo de largo plazo puede causar desilusión entre la población afectada, nuevamente, reduciendo su proclividad a mantenerse en la fuerza de trabajo. Finalmente, el ajuste fiscal que se ha observado durante los últimos años, con el incremento en la imposición directa podría tener un efecto expulsión al redu-

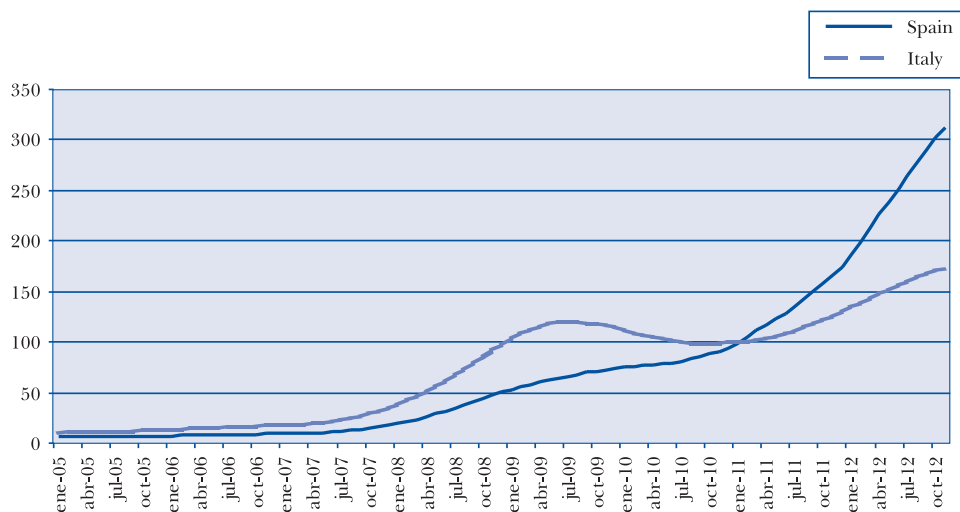
cir implícitamente los beneficios de encontrar empleo. Todo lo anterior compensaría totalmente efectos riqueza que se estarían dando por la reducción en el ingreso de las familias como consecuencia de la disminución del número de perceptores en el hogar o el incremento en la incertidumbre provocada por el aumento en el desempleo.

En cualquier caso, en la medida en que todos estos factores son temporales, no deberían de preocupar ya que en principio, la tasa de participación debiera converger a niveles similares a los observados en países del entorno europeo. Lo anterior como consecuencia de factores sociales y demográficos cuya inercia es difícil de parar. Por ejemplo, en partes más elevadas de la pirámide poblacional, la tasa de participación de la mujer es más reducida que en la base. Por lo tanto, en la medida en que vayan saliendo y entrando a la fuerza de trabajo generaciones con patrones sociales diferentes, el porcentaje de mujeres en el total de la población activa se irá incrementando.

No obstante, sí es de esperar que una buena parte de los beneficios de dicha transición cultural ya se hayan agotado. Adicionalmente, el mismo proceso de emigración antes referenciado también podría suponer un factor a la baja, en la medida en que dicho proceso de fuga de capital humano se concentre en la población joven (que es la que tiene un mayor grado de flexibilidad para trasladarse al extranjero). Por lo tanto, aunque cabría prever una contribución positiva de este factor al crecimiento durante los próximos años, es cierto que no se debe esperar una aportación tan elevada como la alcanzada durante el período anterior a la crisis (ver gráfico 3).

**GRÁFICO 3. ESPAÑA: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL**

Fuente: BBVA Research.

GRÁFICO 4. PRIMA DE RIESGO SOBERANO DE EQUILIBRIO (pp)

Por otro lado, como se detallaba más arriba, parte del aumento en el PIB se explica por una mayor capacidad de creación de empleo en un entorno de incremento de la oferta de trabajo. Sin embargo, en los últimos 4 años, la contribución de la tasa de empleo al crecimiento del PIB se ha vuelto negativa y su capacidad para contribuir a la

recuperación podría estar limitada por factores de carácter estructural. En primer lugar, la tasa de paro ha pasado de un mínimo en 2007 alrededor del 8% hasta niveles actuales alrededor del 25%. En términos de la tasa de empleo, esto ha supuesto un descenso del 18%, más que compensando el comportamiento observado antes de la crisis. En



segundo lugar, una buena parte del incremento en la tasa de paro se debe a factores relacionados con el redimensionamiento del sector inmobiliario. De hecho, de los casi 3 millones de empleos que se han destruido desde 2007 y hasta 2012, más o menos la mitad provienen del sector de la construcción según datos de la Encuesta de Población Activa (EPA). Hacia delante, existen serias dudas, no sólo en España, sino en otros países que han pasado por crisis inmobiliarias similares, respecto al efecto que estos ajustes tienen sobre el desempleo de medio y largo plazo.³ En particular, se percibe que dados los fundamentales del sector, su recuperación tardará en llegar. Asimismo, la reconversión de una buena parte de los trabajadores que provienen de él se antoja que será lenta, dado un nivel de capital humano relativamente limitado y las rigideces a la baja que existen en los salarios. Si a esto se añade un sistema de políticas activas y pasivas claramente ineficiente y que no fomenta la reinserción rápida del trabajador al empleo, los riesgos de histéresis en la tasa de paro son elevados.

B) LA DIFICULTAD EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN

Durante los últimos años se ha producido un incremento significativo del coste relativo de financiación para la economía española. En particular la prima que se debe pagar sobre el principal activo libre de riesgo en la eurozona (el Bund alemán) ha aumentado a niveles no vistos desde la adhesión de España a la UEM. Lo anterior se ha producido por dos motivos: el primero tiene que ver con el incremento en la probabilidad que se comenzó a asignar a un potencial rompimiento del euro. A este respecto, se debe decir que dos tipos de acciones tomadas en la segunda parte de 2012 han ayudado a reducir considerablemente dicha probabilidad. En primer lugar, se han tomado acciones tendientes a

eliminar el círculo vicioso entre el riesgo de las instituciones financieras y el riesgo del Estado que las respalda, al establecer las bases para la implementación de una unión bancaria. En particular, esto se ha realizado a través de la implementación de un supervisor único y de la puesta en marcha de una hoja de ruta que incluye la recapitalización directa de las entidades financieras por parte de mecanismos europeos especialmente creados al respecto. Por otro lado, el anuncio por parte del Banco Central Europeo respecto a intervenciones de carácter «ilimitado» en el mercado secundario de deuda soberana para respaldar a los países que así lo requieran (previa firma de un Memorando de Entendimiento), supone el cortafuegos necesario que se venía pidiendo para establecer una línea divisoria entre los países con necesidades de liquidez, pero solventes, y aquellos que no lo son. El solo anuncio por parte del BCE ha supuesto una reducción significativa de la prima de riesgo española en la segunda mitad de 2012, disminuyendo la probabilidad de ocurrencia de los escenarios que incluían una ruptura del euro.

El segundo se refiere a factores puramente domésticos, relacionados con un incremento significativo de los desequilibrios en las cuentas públicas españolas y con la percepción de insolvencia de una parte del sector privado. En particular, aunque la deuda pública española partió desde niveles relativamente reducidos comparada con otros países europeos (menos del 40% del PIB en 2007 vs., más del 60% para la UEM), la consistente acumulación de elevados desequilibrios desde el inicio de la crisis y las inyecciones para asegurar la solvencia de una parte del sector financiero permiten pensar que cuando se establezca la deuda pública en el futuro cercano, lo hará en niveles superiores al 90% del PIB. Adicionalmente, el redimensionamiento del sector de la construcción residencial y la pérdida de competitividad experimentada en el período anterior a la crisis, han sembrado dudas sobre la capacidad de la economía española para generar el crecimiento elevado y sostenido, necesario para reducir los niveles de deuda observados tanto en el sector público como en el privado. Más aún, la depen-

³ Ver por ejemplo, Kocherlakota (2010), o Valetta y Kuang (2010).



dencia de financiamiento por parte del resto del mundo, supone una desventaja que hace vulnerable a la economía en un entorno de alta inestabilidad y desconfianza en los mercados financieros. Todo lo anterior justifica un deterioro en el medio y largo plazo del riesgo que supone prestar a los agentes españoles. En particular, si uno se atiene solamente a las fortalezas y debilidades de la economía española, parecería que el nivel de medio y largo plazo de dicha prima de riesgo debería situarse entre los 250 y los 300 pb actualmente (ver gráfico 4), considerablemente por encima de los niveles observados en el período previo a la crisis, cuando se pagaba un diferencial mínimo respecto al Bund alemán. En la medida en que la mejora en dichos fundamentales será lenta, tanto el sector privado como el público en España tendrán que acostumbrarse a operar con costes de financiación más elevados, lo que supondrá una pérdida de competitividad respecto a las empresas que operan en países con mejores cimientos y una menor capacidad de impulso fiscal ante eventos imprevistos.

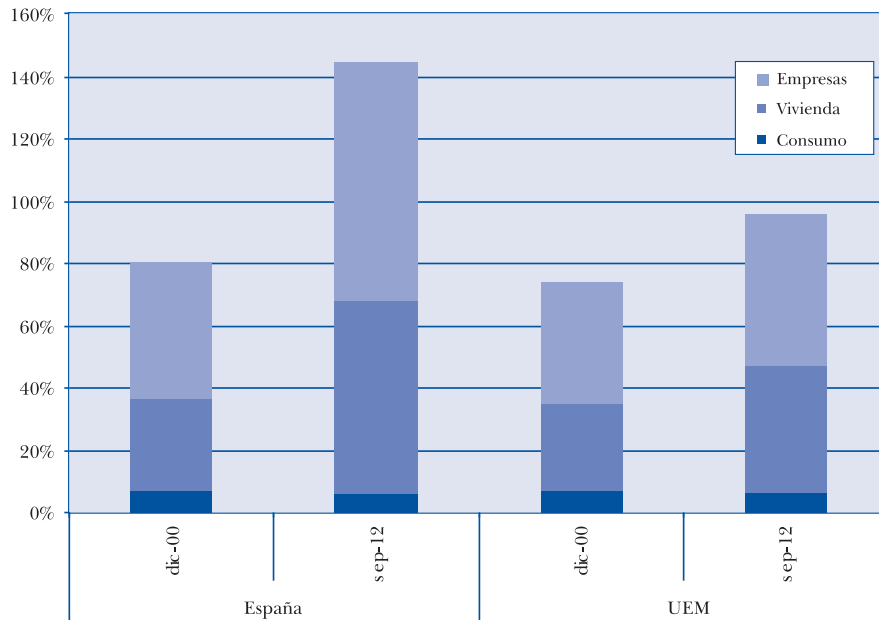
C) EL DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

En el período previo a la crisis, tanto familias como empresas observaron un fuerte incremento

en el nivel de endeudamiento a niveles sensiblemente por encima de lo que se observa en el resto de la UEM (ver gráfico 5). Dicho apalancamiento se debió al incremento en el gasto, más que a una falta de ahorro. En particular, el gasto en inversión llegó a alcanzar niveles superiores al 30% del PIB, alrededor de 10 pp del PIB por encima del promedio europeo. Asimismo, la tasa de ahorro se mantuvo marginalmente por encima del promedio de la UEM durante los años inmediatamente anteriores a la crisis. Lo anterior supuso un incremento significativo del endeudamiento del sector privado, especialmente con el resto del mundo. En particular, la posición de inversión internacional neta llegó a ser una de las más elevadas del mundo, por encima del 90% del PIB español. Internamente, dicho endeudamiento se tradujo en un crecimiento tanto del crédito a los hogares como a las empresas. La reducción de flujos que puedan financiar incrementos adicionales en el endeudamiento, el aumento ya explicado en el coste de financiación relevante para la economía española, el hecho de que el nivel de apalancamiento español es sensiblemente superior al de los principales socios comerciales y el reajuste de las perspectivas de crecimiento del ingreso y los beneficios durante los próximos años han traído la percepción de que existe una necesidad de reducir de dicho nivel de endeudamiento.

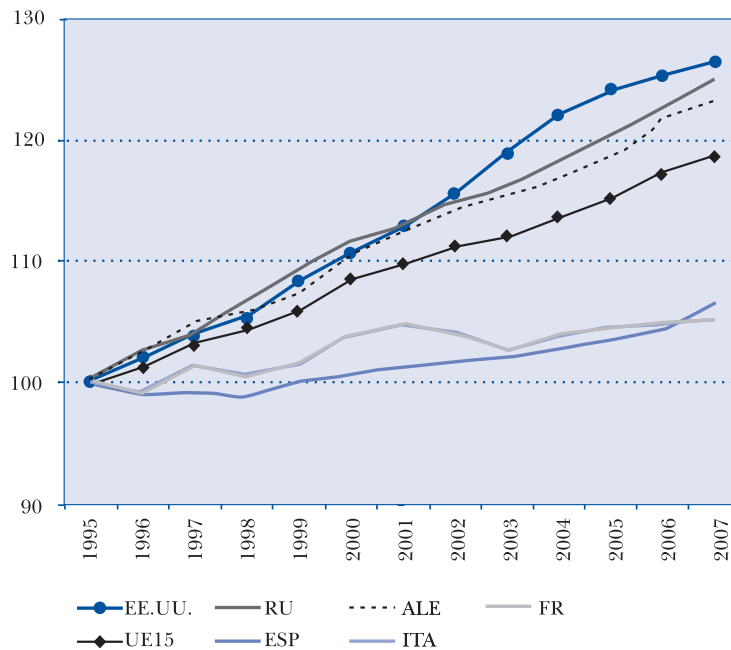


GRÁFICO 5. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE y Banco España.

GRÁFICO 6. PRODUCTIVIDAD: VALOR AÑADIDO BRUTO POR HORA TRABAJADA, ÍNDICES EN VOLUMEN 1995=100



Fuente: BBVA Research a partir de EUKLEMS.



Todo lo anterior se ha traducido en una fuerte reducción del gasto privado y en una demanda interna que actualmente ya se encuentra casi un 15% por debajo de su nivel máximo observado antes de la crisis. Esto se ha visto reflejado en una caída del PIB que en el mismo período alcanza ya el 6%. Y sin embargo, la reducción en la deuda del sector privado ha sido relativamente reducida. En particular, el ratio crédito a PIB de familias y empresas ha disminuido relativamente poco durante los últimos 4 años, permaneciendo la percepción de que el proceso de desapalancamiento será lento y que afectará el crecimiento de la economía durante un período prolongado de tiempo en línea con las experiencias de otros países que han pasado por crisis financieras similares.⁴

D) EL BAJO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

Ya antes se ha desarrollado este punto, pero valga aquí hacer una comparación internacional para representar lo grave del problema. En el gráfico 6 se observa cómo la productividad por ocupado en España divergió consistentemente de lo que países líderes como Estados Unidos o Reino Unido observaron durante el período 1995-2007. Parte de esta ralentización del incremento en la productividad se ha corregido durante el período inmediatamente posterior, como consecuencia del ajuste en los desequilibrios del mercado inmobiliario.⁵ Precisamente este factor supone una fuente de preocupación respecto a la sostenibilidad del incremento en la productividad observado los últimos años, ya que parece ser simplemente parte de un proceso de corrección que debería estar llegando a su fin.

E) LA FALTA DE DIVERSIFICACIÓN SECTORIAL

Como ya se ha mencionado, uno de los problemas de la economía española fue el de la distri-

bución de una cantidad de recursos importantes hacia sectores de bienes no comerciables y especialmente al de la construcción residencial. En particular, alrededor de una tercera parte de la inversión que se hacía en España, se dirigía a dicho sector de manera directa. Esto no toma en cuenta a diversos sectores que dependían de forma indirecta de la evolución de la construcción de vivienda y que se encuentran clasificados dentro de las manufacturas o los servicios. En particular, BBVA Research (2008) muestra que reclasificando ciertos sectores, alrededor de un 35% del valor añadido de la economía dependía del impulso del sector inmobiliario (ver gráfico 7). En el período 1996-2008 dichos sectores crecieron a un promedio anual entre el 4 y el 4,5%, mientras que el total de la economía aumentó su VAB en 3,3% por año. Dados los desequilibrios que se acumularon, tanto en términos de endeudamiento del sector privado, como en la construcción residencial, existen dudas razonables sobre la capacidad de sustituir a dicho sector como el motor del crecimiento de la economía española. En particular, de acuerdo a BBVA Research (2009a), la sobreoferta de vivienda nueva en España habría tocado un máximo alrededor del millón de unidades sin vender. No todo este exceso tiene que ser absorbido para que la actividad en el sector vuelva a entrar en positivo, ya que existe un nivel de inventarios óptimo que mantener. Por ejemplo, BBVA Research (2009a) estima dicho número de viviendas en alrededor de 350 mil. Por lo tanto, se tienen que absorber alrededor de 700 mil viviendas durante los próximos años para que se vea una recuperación sostenida del sector. Tanto en 2011 como en 2012, la demanda habría sido de alrededor de las 180 mil viviendas nuevas, pero con una oferta que continúa creciendo a niveles que actualmente se encuentran cercanos a las 100 mil viviendas. Así, la reducción de la sobreoferta está siendo lenta y podría ralentizarse si no se observa una mejora importante en los fundamentales que apoyan las decisiones de compra de los hogares durante los siguientes trimestres.

Dados los problemas arriba mencionados, ¿qué se puede hacer (o se está haciendo) para

⁴ Ver por ejemplo, Reinhart y Rogoff (2011).

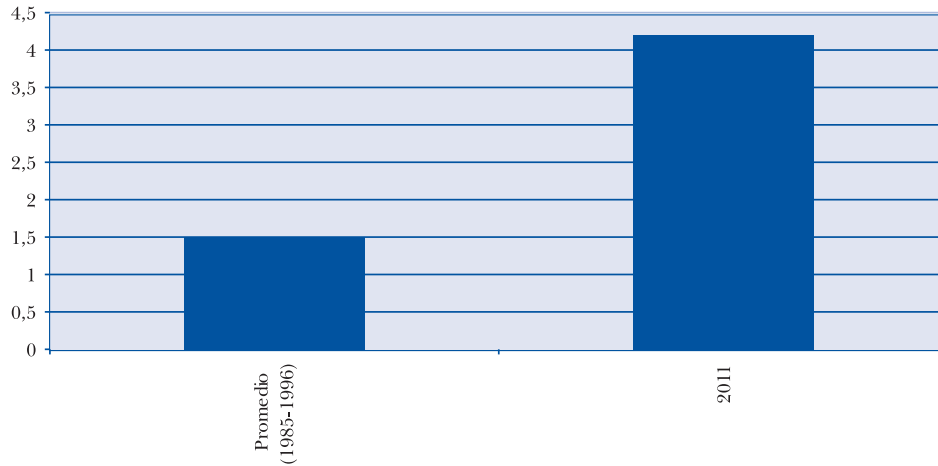
⁵ Ver por ejemplo, BBVA Research (2012b).



compensar el sesgo negativo que imponen cada uno de ellos sobre las previsiones de crecimiento? La siguiente sección aborda algunas de las solu-

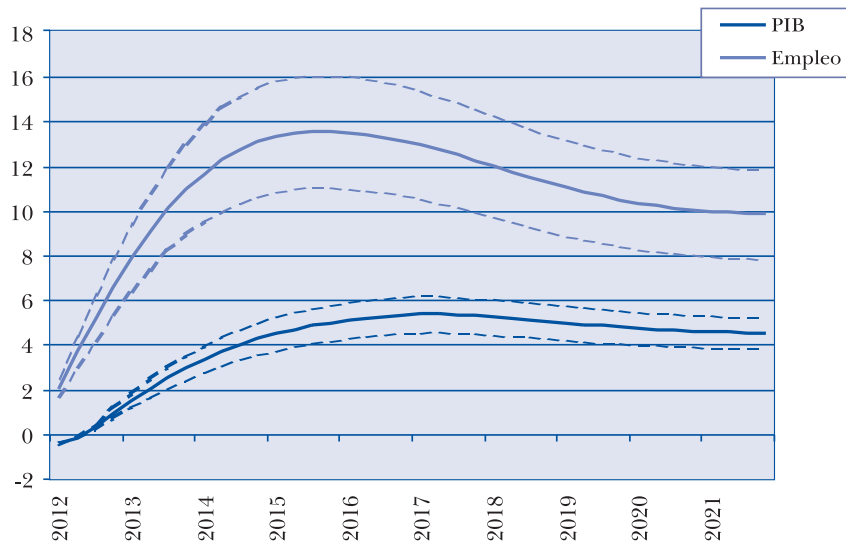
ciones que se están poniendo en marcha o tendrían que impulsarse para generar una tasa de crecimiento mayor.

GRÁFICO 7. ESPAÑA: SOBREFERTA DE VIVIENDA (% DEL STOCK TOTAL)



Fuente: BBVA Research.

**GRÁFICO 8. IMPACTO DE LA REFORMA LABORAL
(Desviación sobre un escenario sin reforma, en %)**



Fuente: BBVA Research.



IV. LAS SOLUCIONES

A) REDUCCIÓN DE LA TASA DE PARO ESTRUCTURAL

La tasa de actividad es normal que continúe durante los próximos años mejorando una vez que comience la recuperación cíclica de la economía, aunque lo hará a un paso sensiblemente menor que lo observado en el pasado. Por lo tanto, para poder incrementar el bienestar y el crecimiento, se hace indispensable un incremento significativo de la contribución tanto de la tasa de empleo, como de la productividad. Respecto a la primera, los principales problemas que enfrenta el mercado laboral español se resumen en 1) la extrema dualidad que existe entre trabajadores temporales y fijos, 2) la poca flexibilidad y sensibilidad de los salarios a la situación de la empresa y 3) la falta de capital humano que exhibe una parte de la población activa.⁶ El Gobierno español ha aprobado recientemente una reforma que en términos generales debe ser valorada positivamente ya que supone un avance sustantivo sobre la normativa laboral previa, principalmente en relación con el segundo de los problemas comentados. En particular, BBVA Research (2012a) incluye un ejercicio de simulación tomando en cuenta las principales ventajas que se obtienen de la reforma y concluyendo que el empleo podría elevarse en alrededor de un 10% en el medio plazo como consecuencia de la reforma (ver gráfico 8).

B) LA REDUCCIÓN EN EL COSTE DE FINANCIACIÓN

El incremento de la productividad en la economía española deberá ser alcanzado de diversas maneras. La primera tendrá que ser la de garantizar un acceso a la financiación a costes competitivos. Durante los últimos años, las elevadas

necesidades de financiación de la economía española han sido corregidas mediante un proceso de fuerte reducción de la inversión. El problema con este tipo de ajuste es que puede llevar a un sacrificio significativo en términos de crecimiento futuro. Por lo tanto, es imprescindible que se fomente un proceso de incremento del ahorro doméstico que permita mantener niveles de inversión elevada y una financiación más barata de la economía. A este respecto, el sector privado (ver apartado C) ha adelantado el ajuste, incrementando sustancialmente su tasa de ahorro. Sin embargo, como ya se ha dicho, el endeudamiento del sector público ha aumentado considerablemente durante los últimos años. Así, el Gobierno se ha comprometido con sus socios europeos a reducir de manera significativa el desequilibrio en las cuentas públicas entre 2012 y 2014, hasta alcanzar un déficit del 3% del PIB. El problema principal que enfrenta esta estrategia es el entorno recesivo en el que se mueve la economía española y que debilita la eficacia de las medidas destinadas a incrementar los ingresos o deteriora el esfuerzo de reducción de gasto a través de la dinámica de los estabilizadores automáticos. De esta manera, BBVA Research (2012c) estima que de no haberse implementado medida alguna en 2012, el déficit (sin ayudas al sistema financiero) se habría incrementado de alrededor del 9%, hasta entre el 11 y el 11,5% (ver gráfico 9). Desde inicio de año, el Gobierno ha ido anunciado medidas tendientes a incrementar los ingresos (aumento del IRPF, IVA, etc.) y a reducir los gastos (suspensión de la paga extra a los funcionarios públicos). Con información a diciembre de 2012, dichas medidas serían suficientes para reducir el déficit público a niveles alrededor del 7% del PIB, lo que supondría un esfuerzo de al menos 4% del PIB de ajuste fiscal. Más aún, de cumplirse con el objetivo acordado para 2013 (4,5% del PIB), y tomando en cuenta que sólo el pago por intereses rondará entre el 3,5 y 4,0% ese año, no solamente se estaría a las puertas de presentar un superávit primario, sino que este se habría asegurado ya este para el medio plazo: dado que una buena parte del déficit sería coyuntural, cabría esperar que de no hacerse nada más,

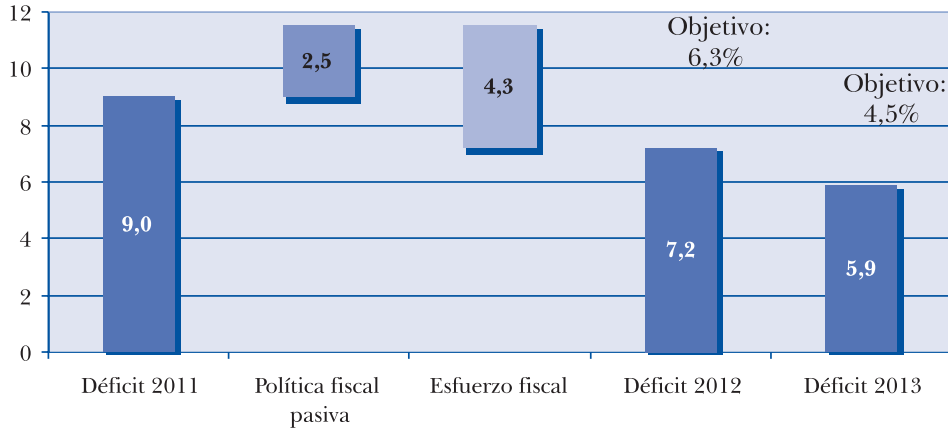
⁶ Ver por ejemplo, BBVA Research (2009b) para una explicación más detallada tanto del problema como de posibles propuestas de solución.



en promedio durante el ciclo las finanzas públicas españolas presentarían un superávit. Esto implica que de cumplirse el objetivo de déficit de

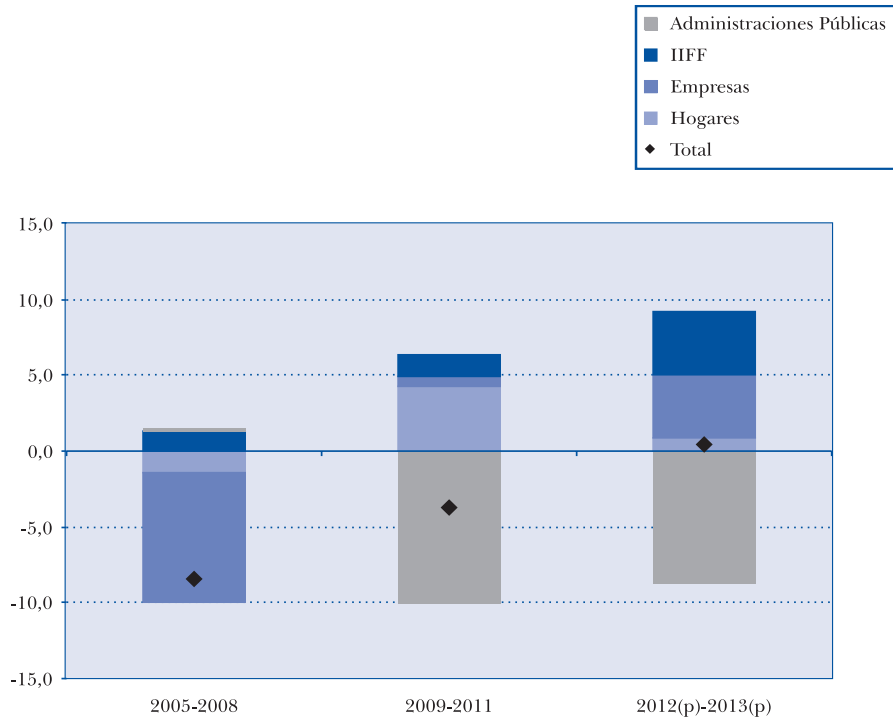
2013, el Gobierno habría adelantado en 7 años su compromiso constitucional de llegar a un equilibrio estructural de las finanzas públicas.

GRÁFICO 9. AA.PP.: DESCOMPOSICIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO EXCLUIDAS LAS AYUDAS AL SECTOR FINANCIERO (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP.

GRÁFICO 10. ESPAÑA: NECESIDADES DE FINANCIACIÓN (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP.



Adicionalmente al esfuerzo fiscal, otro de los factores que se encuentra implícito en el elevado coste de financiación de la economía española se refiere a la desconfianza que había sobre las necesidades de capital de una parte del sector financiero español. El Gobierno español decidió acertadamente solicitar en julio pasado la ayuda financiera de sus socios europeos para poder completar la recapitalización de dicha parte del sistema financiero. Esta ayuda es valorada positivamente ya que i) el volumen de financiación concedido ha demostrado cubrir con holgura las posibles necesidades de capital del sistema; ii) el mecanismo se estableció con tiempo antes de darse a conocer dichas necesidades; iii) se le otorgó credibilidad al proceso con la implicación de las autoridades europeas; y iv) se estableció un calendario con plazos predefinidos que se han ido cumpliendo. Esto implica que a su término, el proceso implicará que el sistema financiero español será uno de los que presentará niveles de capitalización más elevados.

En resumen, las medidas de consolidación fiscal anunciadas hasta ahora y la recapitalización de una parte del sistema financiero español, suponen un paso más hacia la generación de certidumbre que incremente el ahorro en la economía doméstica y reduzca el coste de financiación tanto de los agentes públicos como de los privados.

C) LA ACUMULACIÓN DE ACTIVOS DEL SECTOR PRIVADO

Si bien es cierto que el crédito al sector privado no se ha reducido a la misma velocidad que en otras economías que han pasado por crisis similares, en el caso español sí que se ha observado un aumento de acumulación significativo de activos que alcanza ya su cuarto año en 2012. Así, como consecuencia de la mayor incertidumbre y de un cambio de expectativas sobre sus ingresos futuros, las familias incrementaron su ahorro significativamente pasando de niveles alrededor del 11% de su renta disponible en promedio antes de la crisis a un máximo superior al 18% en 2009. Estos niveles de ahorro se han mantenido elevados a pesar de la constante destrucción de empleo y del

impacto negativo que ha tenido el proceso de consolidación fiscal a través del incremento en la carga impositiva o la reducción de transferencias. Asimismo, las empresas han mejorado sensiblemente su eficiencia, a la vez que se han inmerso en un proceso de reducción de la inversión. Todo lo anterior ha traído como consecuencia una mejora de las necesidades de financiación de la economía española, que podría llevarlas desde más del 10% del PIB justo antes de la crisis hasta menos del 2% en 2012, a pesar de que, como ya se ha explicado antes, el sector público cerraría el año con un déficit del 7% del PIB. Lo anterior demuestra la mejora que se mantiene en la capacidad de financiación del sector privado (ver gráfico 10). Más aún, 2012 marcará el cuarto año consecutivo en que dicha capacidad de financiación habría estado por encima o al menos alrededor del 5% del PIB. Aunque lo anterior no se haya traducido todavía en una reducción del crédito, esto puede deberse más a factores relacionados con la lentitud con la que se abordó en un principio la reforma del sistema financiero o con una decisión racional de aprovechar una coyuntura de tipos de interés relativamente elevados y que fomentaban el ahorro, en contra del pago de préstamos cuyos tipos se redujeron sensiblemente como consecuencia de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo. Dicho de otra manera, el desapalancamiento neto del sector privado ya va en un proceso adelantado y por lo tanto, tanto familias como empresas estarían cada vez más cerca de tener una posición más consistente con sus fundamentales de medio y largo plazo. Así, aunque los crecimientos de la demanda interna observados en el período anterior a la crisis difícilmente se repetirán durante los próximos años, 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.

D) LA NECESIDAD DE REFORMAS QUE FOMENTEN LA PRODUCTIVIDAD

A pesar de que durante la crisis económica se ha acelerado el crecimiento de la productividad de



forma coyuntural –sobre todo debido a la continua destrucción de empleo en lugar de a la mejora sustancial en sus determinantes– la decepcionante evolución de la productividad a largo plazo hace que los avances en renta per cápita conseguidos en los dos últimos decenios sean más vulnerables a las caídas en la tasa de empleo y a los movimientos demográficos adversos. Por lo tanto, el reto es elevar la tasa de crecimiento de la productividad de forma sostenida, incidiendo en sus determinantes. En este contexto, la actuación integral propuesta en el Programa Nacional de Reformas (apartado 5)⁷ supondría un paso hacia delante si, entre otros aspectos, contribuyese a la eliminación efectiva de las barreras administrativas a la libre competencia en los mercados de bienes y servicios, promoviese la unidad de mercado y monitorizara la implementación eficiente de la directiva europea de servicios. Los gráficos (11 y 12) muestran la correlación negativa entre el crecimiento de la productividad y el grado de regulación promedio en el sector de venta minorista y en el sector de servicios empresariales. Economías con un menor grado de regulación en un sector tienden a registrar un

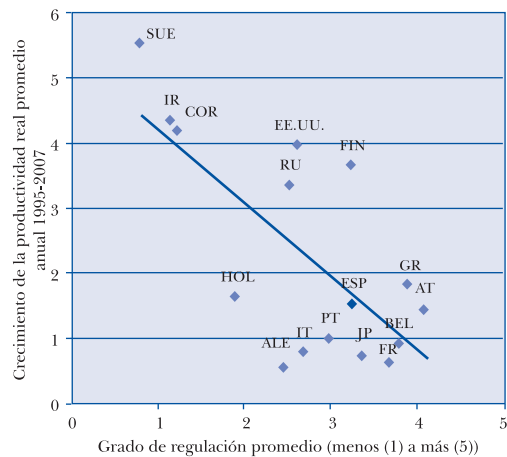
crecimiento de la productividad promedio mayor en ese sector; además de los efectos externos positivos que se generan sobre la productividad del resto de la economía. Así, en economías cada vez más terciarizadas, un mercado de servicios competitivo es condición necesaria para conseguir ganancias de productividad. España cuenta con gran potencial de crecimiento en este ámbito, especialmente en el desarrollo de los servicios a empresas (jurídicos, ingeniería, arquitectura, contabilidad, dirección empresarial, recursos humanos, publicidad, etc.) cuya importancia en el VAB per cápita todavía se sitúa por debajo de la media de los países avanzados⁸ y en los que está consiguiendo importantes avances en los mercados mundiales. La flexibilización y simplificación regulatoria, la eliminación de las barreras a la creación de nuevas empresas y a la exportación, el acceso a un flujo de información veraz sobre el proveedor del servicio o la promoción institucional de los beneficios de externalizar sentarían las bases para mejorar la productividad a nivel empresarial y agregado, en el corto y medio plazo.

⁷ Disponible en la web: www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012.

⁸ Véase Beltrán et al. (2010) «Una agenda de crecimiento para España», McKinsey & Company – Fedea.

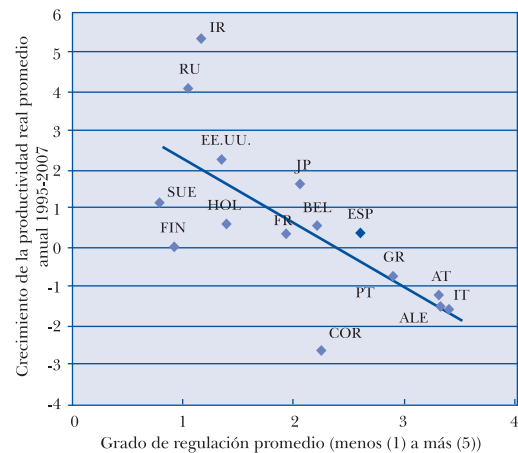


GRÁFICO 11. REGULACIÓN Y CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN EL SECTOR DE VENTA MINORISTA



Fuente: BBVA Research a partir de EUKLEMS y OCDE.

GRÁFICO 12. REGULACIÓN Y CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN EL SECTOR DE SERVICIOS EMPRESARIALES

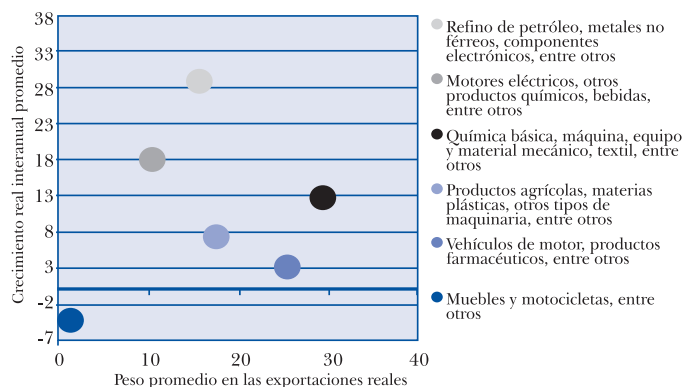


E) UNA ECONOMÍA MÁS DIVERSIFICADA

La economía española tiene una base relativamente amplia de empresas y sectores capaces de generar el crecimiento que se necesita a futuro. En primer lugar, aunque efectivamente el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario impide una contribución positiva al crecimiento en la actualidad, las condiciones favorables de la economía española respecto a sus principales socios europeos en términos de clima e infraestructuras supondrán que a medio y largo plazo, dicho sector mantendrá una participación importante en el crecimiento. De hecho, BBVA 2009b calcula bajo supuestos creíbles, que la demanda por vivienda nueva a medio y largo plazo en España, debería alcanzar alrededor de las 350 mil unidades, como consecuencia tanto de factores demográficos internos como de una creciente demanda por parte de extranjeros. En segundo lugar, la economía española ha ido mostrando durante los últimos años, que existe una base sólida para generar crecimiento fuera de este sector. En particular, la actividad económica,

una vez sustraído el sector de la construcción residencial, el público y el financiero, creció por encima del 2% tanto en 2010 como en 2011 y sólo a partir del incremento en las tensiones en los mercados de financiación y de la desaceleración en el crecimiento mundial es que hemos visto una menor contribución por su parte. Detrás de este positivo comportamiento está el fuerte dinamismo observado de las exportaciones. Estas, constituyen el único componente de la demanda que se encuentra por encima de su nivel pre-crisis, y han incrementado su participación en el PIB en más de 10pp. Asimismo, como se ve en el gráfico 13, el crecimiento ha sido diversificado tanto en términos de producto, como así también en términos de destino. Adicionalmente, como se puede ver en la tabla 1, la economía española presenta sectores que distan mucho de estar especialmente endeudados, cuya rentabilidad es relativamente elevada y con una exposición importante a la demanda externa. Estos sectores serán los responsables de generar el crecimiento necesario durante los próximos años.

GRÁFICO 13. COMPOSICIÓN Y CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES REALES POR PRODUCTOS, PROMEDIO 2010-2012



ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

	Endeudamiento		Rentabilidad		VAB Real	Exportaciones
	España	Media (AL-FR-IT)	España	Media (AL-FR-IT)	Peso en el VAB español	Peso en las exportaciones españolas
Hoteles y restaurantes	56,2	58,8	8,9	4,0	7,3	14,5
Programación, consultoría y actividades relacionadas	57,5	49,5	6,0	5,4	7,1	9,2
Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor	57,3	62,7	4,5	2,0	6,4	
Transporte	42,2	51,9	7,4	2,4	5,6	5,7
Comercio al por mayor e intermediarios, excl. vehículos de motor	61,5	62,8	3,2	2,4	4,1	
Correos y telecomunicaciones*	62,6	57,4	19,7	14,2	4,0	0,5
Electricidad, gas y suministro de agua	51,2	42,7	14,7	8,7	3,7	0,6
Elaboración de productos alimenticios, bebidas y tabaco	54,1	54,4	7,3	3,5	2,7	9,4
Metales básicos y metales fabricados	43,3	55,0	6,4	4,6	2,6	4,7
Automóviles y equipos de transporte	63,6	53,1	0,7	0,2	2,2	14,7
Fabricación de sustancias y productos químicos	54,3	47,2	5,5	5,9	1,7	8,9
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos	61,4	49,9	6,1	4,3	0,8	4,4
Industria textil	51,8	54,6	4,0	4,2	0,7	2,9
Fabricación de maquinaria de oficina	56,9	33,5	1,7	0,7	0,1	0,9
TOTAL					49,0	76,4

Endeudamiento: Recursos ajenos como porcentaje del activo total, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach
Rentabilidad: beneficio neto en porcentaje de la facturación neta, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach
 * Media (AL-IT)

VAB Real: a partir de datos de INE (VAB del sector como % del VAB en 2008)

Exportaciones: a partir de datos de OCDE y DATACOMEX, 2008. Servicios representan el 33,8% de las exportaciones totales

Fuente: BBVA Research a partir de BACH, INE y DATACOMEX

CONCLUSIONES

La economía española se encuentra en proceso de absorción de los desequilibrios acumulados en el período anterior a la crisis. Como en otros episodios similares en el pasado, dicho proceso pasa por un período de contracción de la actividad económica. Sin embargo, las reformas que se vienen observando durante los últimos años, contienen un diagnóstico adecuado de los principales retos que enfrenta la economía española. De par-

ticular importancia han sido, tanto el proceso de consolidación fiscal, como la aceleración de la recapitalización y saneamiento de una parte del sistema financiero y la implementación de una reforma laboral que permite una mayor flexibilidad a empresas y trabajadores. Asimismo, la recesión también ha dejado de manifiesto que existe una base sólida, productiva y eficiente de empresas capaces de generar el crecimiento que España necesita en el futuro. Buena parte del sector privado ha avanzado en el proceso de desapalan-



camiento o simplemente presenta niveles de endeudamiento similares a los observados en otros países europeos. Una vez que el proceso de ajuste termine, dichos sectores deberían de asegurar un crecimiento de medio plazo cuando menos tan elevado como el del resto de los socios europeos. Hacia delante, el principal reto es el de consolidar el incremento que se ha observado durante los últimos años en la productividad, a través de un proceso de reformas adicional que permita una menor regulación y una mayor competencia en sectores que se han mostrado como verdaderos «cuellos de botella» para la economía española.

REFERENCIAS

- BBVA Research (2008): «Una perspectiva sectorial del crecimiento». En Situación España, Julio 2008, páginas 21-27.
- BBVA Research (2009a): «El ajuste del sector construcción todavía no ha tocado fondo». En Situación Inmobiliaria, Diciembre 2009, páginas 7-10.
- BBVA Research (2009b): «La demanda de vivienda potencial en el nuevo equilibrio del mercado residencial en España». En Inmobiliaria, Diciembre 2009, páginas 20-23.
- BBVA Research (2012a): «La reforma laboral: hacia una mayor competitividad». En Situación España, Mayo 2012, páginas 29-31.
- BBVA Research (2012b): Más allá de estereotipos: España recupera productividad y competitividad más rápido que el resto de economías de la zona euro». Observatorio Económico, Mayo 2012.
- BBVA Research (2012c): «Un ajuste fiscal significativo, pero probablemente insuficiente para cumplir con los objetivos». Situación España, Noviembre 2012.
- Beltrán et al. (2010) «Una agenda de crecimiento para España», McKinsey & Company – Fedea.
- FMI (2009), «What's the damage? Medium term output dynamics after financial crises», World Economic Outlook, October, Chapter 4, pages 121-51.
- Gollin, D. (2002), «Getting Income Shares Right.» Journal of Political Economy 110(2) April 2002: 458-474.
- Kocherlakota, N. (2010), «Inside the FOMC», Discurso del 17 de agosto de 2010 en Marquette, MI.
- Mora-Sanguinetti J. y Fuentes, A. (2012), «An analysis of productivity performance in Spain before and during the crisis: exploring the role of institutions», OECD Working paper, 2012-50.
- Reinhart, C y Rogoff, K (2009), *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Valletta, R. G., y Kuang, K., (2010), «Extended Unemployment and UI Benefits», FRBSF Economic Letter, 2010-34 (8 de noviembre).



¿HASTA DÓNDE CONDICIONA EL ENDEUDAMIENTO LAS DECISIONES ECONÓMICAS?

Antonio Cortina.

Director Adjunto Servicio de Estudios. Banco Santander

RESUMEN

El aumento de la deuda no siempre tiene consecuencias adversas sobre la economía, sobre todo, cuando viene asociado a procesos de desarrollo financiero y parte de niveles moderados. Sin embargo, alcanzados ciertos niveles, el endeudamiento empieza a pesar sobre el crecimiento, y no de forma lineal.

Este último es el caso de algunas economías avanzadas, entre ellas España. Sobre todo, porque la deuda española tiene su contrapartida, en buena medida, en el sector exterior, por la mayor presión financiera a que están sujetos los segmentos más endeudados, por el reajuste post crisis de las condiciones de acceso a la financiación y por la necesaria consolidación de las finanzas públicas.

La magnitud del impacto 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. En este sentido, cabe esperar que el proceso de saneamiento del sistema bancario en curso, la estrategia de ajuste del sector público, la

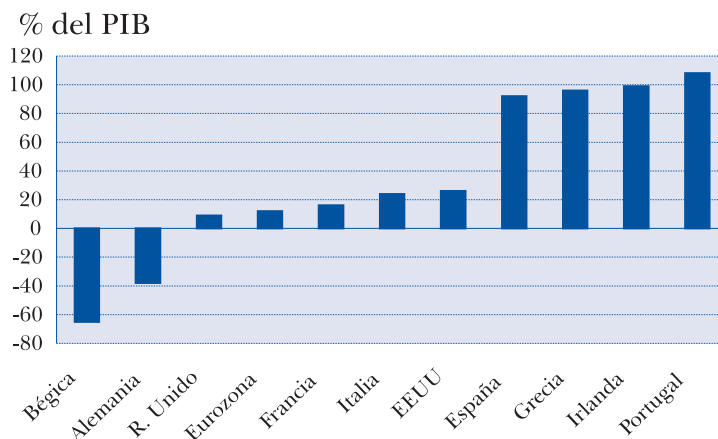
concreción de los anuncios del Consejo Europeo de junio y una política más activa del BCE ayuden a minimizar el impacto sobre el crecimiento.

En todo caso, una reducción de la deuda no rebaja el crecimiento de forma sostenida. Al menos no de forma directa e inmediata. Para el crecimiento del PIB es más relevante el cambio en el flujo de crédito que la variación de su stock.

Así, un desapalancamiento gradual, en sí mismo, sólo tendría un efecto sobre el PIB en la fase inicial del ajuste, pero en los trimestres siguientes, si no se acelerara el ritmo de reducción de la deuda, su efecto sobre la actividad se diluiría.

EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO

La deuda de las economías avanzadas aumentó de forma muy importante a lo largo de la década que precedió a la Gran Recesión. España participó de esa tendencia general de manera particularmente intensa, hasta alcanzar niveles que llegan a condicionar las expectativas de crecimiento de nuestro país.

GRÁFICO 1. PASIVOS EXTERIORES NETOS

Fuente: FMI, GFSR Octubre 2012.

Sobre todo, en un contexto en el que los mercados financieros atraviesan una –larga– etapa de inestabilidad asociada a las deficiencias institucionales de la unión monetaria europea.

Todos los sectores de la economía española han aumentado su endeudamiento en los últimos quince años de manera sustancial.

La deuda de las *familias* como porcentaje de su renta disponible ha pasado del 50% en 1997 al 125% en 2012, una ratio que sólo superan algunos países anglosajones. Las grandes economías de la zona euro no se sitúan más allá del 85%.

La deuda bancaria de las *empresas no financieras* ha pasado del 35% al 131% del PIB en ese mismo periodo, una de las ratios más elevadas de nuestro entorno. La deuda ha aumentado y está especialmente concentrada en las empresas de promoción inmobiliaria. En el resto de ramas de actividad el endeudamiento es elevado pero no muy distinto al de otros países europeos.

Por último, el endeudamiento de las AAPP, que al inicio de la crisis era moderado, en torno al 36% del PIB, ha subido de manera vertiginosa. De acuerdo con las propias estimaciones del Gobierno la deuda pública alcanzará el 90% del PIB en 2013, una cifra ajustada a los estándares de la OCDE, pero que ya es incómoda.

En síntesis, *la deuda bruta* ha subido de forma muy importante, ha alcanzado ratios elevadas y lo ha hecho en todos los sectores económicos, en paralelo al boom inmobiliario en el caso del sector privado y, al ritmo de la recesión, en lo que se refiere al sector público.

NO SIEMPRE UN AUMENTO DE LA DEUDA ES ALGO NEGATIVO

No hay consenso en torno a si un aumento de la deuda bruta, en general, restringe o no el crecimiento. El aumento de la deuda bruta de los agentes no ha de ser interpretado automáticamente como algo negativo.

Es más, cuando un país evoluciona su ratio de activos sobre PIB tiende a incrementarse. Es un signo de mayor profundidad financiera de una economía, positivo para su crecimiento y desarrollo. Sobre todo cuando parte de niveles de deuda moderados.

Incluso cuando la deuda bruta alcanza niveles más elevados, si tiene como contrapartida un aumento de la riqueza financiera y real, es decir, si *la deuda neta* se mantiene estable, su trascendencia está sujeta a matices.



En España la situación en términos netos es, efectivamente, más confortable. Sobre todo si tenemos en consideración la reducción permanente en el nivel de los tipos de interés que supuso la entrada en el euro.

En el sector de los hogares, la relación deuda sobre activos totales sólo ha pasado del 10% en 1997 al 14%, a pesar del descenso registrado en el precio de la vivienda. La ratio deuda sobre activos financieros ha empeorado algo más (del 30% al 57%), pero no en una medida comparable a la de las cifras brutas. En el caso de las empresas no financieras ha pasado del 30% al 50%, un deterioro igualmente menos pronunciado que el de la deuda bruta.

Con todo, España, como otras economías avanzadas, ha alcanzado ya niveles elevados. La relación entre deuda y crecimiento no es lineal y, alcanzados ciertos niveles (no hay una fórmula mágica), se convierte en una rémora para el crecimiento. Sobre todo cuando acompañan algunos factores como los que a continuación repasamos.

EL AUMENTO DE LA DEUDA EN ESPAÑA EXIGE UN AJUSTE Y PESA SOBRE EL CRECIMIENTO

Sin embargo, en España –y desde luego en otras economías avanzadas– el endeudamiento de los sectores privado y público sí es un problema, condiciona las decisiones de gasto y necesita una corrección.

Cuatro factores sugieren que el endeudamiento de la economía española pesa sobre las deci-

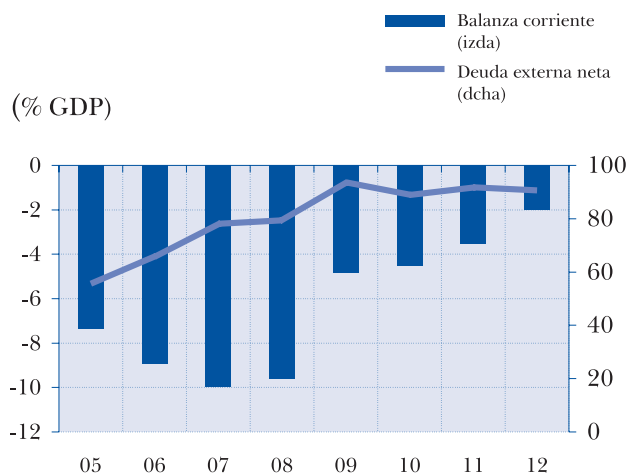
siones de los agentes públicos y privados: el aumento de la deuda externa, la distribución de la renta y la riqueza en distintos segmentos del sector privado, el proceso de reestructuración en que se encuentra inmerso un sector relevante del sistema bancario (fundamentalmente antiguas cajas de ahorro) y el ajuste del sector público. Sobre todo, en tanto se concreta el fortalecimiento institucional de la Eurozona.

Las repercusiones sobre el crecimiento dependerán, además, de que el desapalancamiento sea más o menos ordenado, lo que a su vez se verá condicionado por el acierto y el ritmo con el que se adopten determinadas decisiones de política económica en el ámbito nacional y, sobre todo, europeo.

En este sentido, otros cuatro elementos resultan cruciales: la reestructuración del sistema bancario, el ajuste del sector público, la puesta en marcha de un cortafuegos europeo contundente y el establecimiento de una hoja de ruta clara, precisa y ambiciosa para la unión bancaria que reduzca la incertidumbre y restablezca la confianza.

A) EL ENDEUDAMIENTO EXTERIOR

Como consecuencia de los sucesivos déficits por cuenta corriente acumulados en los años que precedieron a la crisis, *la deuda exterior neta de la economía española*, que en 2003 se situaba por debajo del 40% del PIB, ha aumentado hasta el 93% del PIB, uno de los niveles más altos de las economías desarrolladas.

GRÁFICO 2. BALANZA CORRIENTE Y DEUDA EXTERNA NETA

Fuente: Banco de España. Balanza corriente 2012: previsión Servicio de Estudios. Deuda Externa Neta 2012: acumulada hasta 2T12. Octubre 2012.

Por tanto, el aumento de los pasivos de los agentes económicos españoles no ha tenido como contrapartida un activo de otro residente, sino que, en la medida señalada, representa una caída de la riqueza neta de España frente al exterior.

El hecho de que el endeudamiento externo haya alcanzado ese nivel inusualmente elevado está ligado a la peculiar constitución de la Eurozona. En muchos ámbitos se consideró, de manera sorprendente, que la deuda externa ya no era «externa» y que los déficits por cuenta corriente, al menos los intraeuropeos, pasaban a ser irrelevantes al modo en que lo son los que existen entre distintas regiones de un país.

Curiosamente los déficits por cuenta corriente de España –y otras economías de la periferia del euro– fueron financiados, sobre todo, por acreedores de las economías centrales de la Eurozona. Los inversores del resto del mundo prefirieron invertir en euros en las economías centrales; tal vez eran más conscientes de las debilidades institucionales de la unión monetaria y consideraron que unos y otros activos no eran exactamente sustitutivos.

La rápida corrección del déficit exterior por cuenta corriente de los últimos cuatro años (del

10% del PIB en 2008 al equilibrio previsto para 2013) ha permitido estabilizar nuestra deuda externa. Sin embargo, para que la posición externa deje de ser una rémora para el crecimiento es preciso atajar dos problemas:

Por un lado, para reducir nuestra posición externa de manera sostenida y a una velocidad significativa es preciso alcanzar de forma estable (no solo durante la recesión) un superávit por cuenta corriente. La mejora alcanzada hasta ahora, aun siendo profunda tiene un componente cíclico significativo, de modo que el déficit estructural se sitúa todavía en al menos el 3% del PIB. Por tanto, queda tarea pendiente que, en el corto plazo, pasa por la contención de costes (que pesará sobre la demanda nacional) y, en el medio plazo por profundos ajustes que conllevarán una sustancial reasignación de factores productivos. Las reformas estructurales en curso y los propios incentivos (perspectivas de crecimiento y rentabilidad mayores en los sectores de bienes y servicios comercializables) ayudan y, de hecho, ya se observan avances, pero es un proceso todavía en curso.

Por otro lado, es imprescindible restaurar la confianza en la estabilidad de la zona euro y la



confianza de los inversores en la economía española. No se trata sólo de que España alcance un excedente en sus operaciones frente al exterior sino también de que el stock vivo de deuda externa sea mantenido por los inversores.

No es este el caso actualmente: en lo que llevamos de 2012 se ha producido una salida de capitales de unos 235 mil millones de euros que solo han podido ser compensados con los flujos procedentes del BCE, evitando así una recesión más profunda.

Así, la normalización del sistema bancario –sobre la que nos detendremos más adelante– y el fortalecimiento de la estructura institucional europea, junto con las reformas estructurales en curso en España, resultan esenciales para situar nuestra posición externa en una senda sostenible, restablecer la confianza de los inversores y,

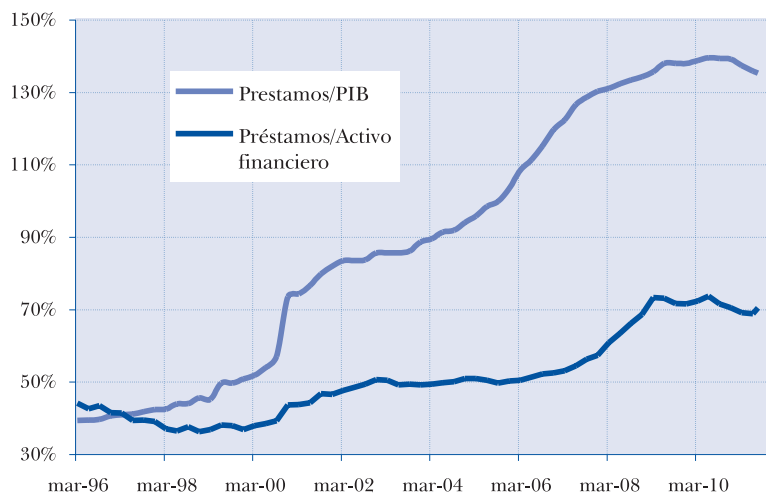
en definitiva, lograr una financiación fluida de nuestra economía.

B) LA DISTRIBUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

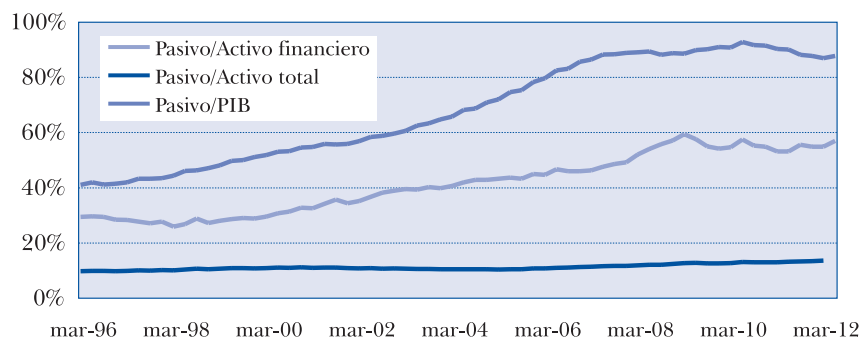
En conjunto, la deuda *net*a de los hogares se sitúa en un nivel relativamente confortable para los estándares de otras economías avanzadas. Sin embargo, la cifra agregada puede esconder problemas derivados de una distribución desigual: aquellos que poseen activos no son necesariamente los que están endeudados.

Por tanto, existen segmentos importantes de prestatarios, entre los hogares y las empresas no financieras, cuya riqueza neta se ha deteriorado más de lo que se desprende de la cifra agregada y se encuentran más expuestos a un aumento de la presión financiera.

GRÁFICO 3. ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Banco de España, octubre 2011.

GRÁFICO 4. ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS

Fuente: Banco de España e INE, octubre 2012.

El alto nivel de endeudamiento, en estos segmentos con mayor propensión al gasto, podría provocar una reducción de la actividad. Sobre todo, en un contexto caracterizado por una clara incertidumbre sobre las perspectivas económicas y financieras a corto y medio plazo, por la revisión sustancial de las expectativas de rentas futuras y por la constatación de que el precio de la vivienda estaba sobrevalorado.

Hasta ahora, la presión financiera sobre los hogares no ha derivado en un aumento sustancial de la tasa de mora hipotecaria, que cuatro años después del inicio de la crisis se sitúa en el 3,2%. Tampoco se ha producido una caída abrupta del endeudamiento del sector de los hogares, que hasta ahora ha caído un 5% desde su máximo de junio de 2010.

Sin embargo, sí se observa estrés financiero si atendemos al ahorro de las familias no destinado al servicio de la deuda, que se encuentra próximo a cero, un nivel que no veíamos desde el inicio de la crisis en 2007. Ello sugiere que la capacidad de los hogares para sostener su gasto y simultáneamente mantener sus compromisos financieros, si se produce un nuevo deterioro de la situación, es limitada.

De ahí que resulte tan relevante, para que el proceso de desapalancamiento sea ordenado,

que la caída de la actividad y el empleo alcancen su suelo en próximos trimestres.

C) LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

El tercer factor que condiciona las decisiones de gasto del sector privado está asociado a la debilidad de una parte importante del *sistema bancario*.

Por un lado, una buena parte de las antiguas cajas de ahorro se encuentra inmersa en un proceso intenso de reestructuración, avanzado, sí, pero con importantes hitos aún pendientes.

Por otro lado, el acceso a los mercados financieros de las entidades –en grado desigual– es más caro y difícil debido a distintas circunstancias: la debilidad del marco institucional de la Eurozona, la crisis inmobiliaria, los vínculos entre el soberano y el sistema financiero y la desconfianza e incertidumbre dominante entre algunos segmentos de los inversores.

Todas estas circunstancias han endurecido las condiciones de acceso al crédito.

Las empresas endeudadas, como les sucede a las propias instituciones financieras, pueden encontrarse con un acceso al crédito más difícil, más caro y sujeto a mayores exigencias de recur-



tos propios para financiar sus proyectos de inversión potencialmente rentables, con consecuencias sobre los niveles de actividad y empleo.

Cabe esperar que estas dificultades se atenúen, al menos parcialmente, en próximos meses, a medida que se cierre el proceso de reestructuración y saneamiento del sistema financiero y se den pasos relevantes hacia la unión bancaria en la Eurozona.

El proceso de saneamiento de balances y recapitalización de las instituciones financieras derivado de la auditoría realizada por Oliver Wyman y otras consultoras, bajo la supervisión y coordinación de las autoridades españolas, europeas y del FMI, entra ahora en una fase decisiva.

La reestructuración de las entidades que precisan ayudas públicas, la segregación de sus activos inmobiliarios y su transmisión a la sociedad de gestión de activos contribuirá decisivamente a mejorar la oferta de crédito y a su asignación más eficiente.

El calendario de ejecución de los pasos que restan está claramente diseñado: entre noviembre y diciembre los bancos que precisan capital presentarán sus planes de recapitalización (que incluirán un redimensionamiento de esas entidades) y la Comisión Europea aprobará los planes de reestructuración o resolución; a partir de diciembre el Mecanismo Europeo de Estabilidad inyectará capital estatal en las entidades que se determine que son viables, en un proceso que estará culminado no más allá de junio de 2013. En ese mismo periodo se habrá producido la puesta en marcha del banco malo, al que se segregarán y transmitirán los activos dañados.

Cabe confiar en que una implementación adecuada ayudará a restablecer la confianza en la solidez del sistema bancario español y a que, a lo largo de 2013, la oferta de crédito del conjunto de las entidades esté en condiciones de hacer más fluido el suministro de crédito.

La experiencia muestra que un sistema financiero solvente, rentable y bien dimensionado es esencial para tener un proceso de desapalancamiento ordenado y con el menor coste para el crecimiento.

El establecimiento de una *unión bancaria* en la Eurozona resulta también fundamental. Una unión plena necesita de un mecanismo único de supervisión, de una regulación más homogénea, de un fondo de garantía de depósitos y un mecanismo de resolución comunes y de un cortafuegos europeo. Se trata de un proyecto de largo plazo cuya concreción completa tomará años.

Sin embargo, el establecimiento gradual de un supervisor único que, al menos parcialmente, empezaría a funcionar a lo largo de 2013, y la eventual aprobación de una hoja de ruta clara con respaldo político preciso e inequívoco, sería un paso de gigante hacia una unión económica y monetaria más completa y equilibrada.

Las consecuencias sobre la confianza general de los mercados financieros y las condiciones de acceso de las entidades financieras a los mercados mejorarían decisivamente, y evitarían los riesgos de un ajuste desordenado del desapalancamiento de nuestra economía y, en general, de la Eurozona.

D) LA DEUDA PÚBLICA

El cuarto y último factor que condiciona las decisiones de gasto se refiere al sector público.

No se trata de que la deuda pública sea insostenible. Bajo supuestos de crecimiento conservadores y un coste de endeudamiento que incorpore una prima de riesgo consistente con los fundamentos del país (el FMI estima que de unos 200 puntos básicos sobre la deuda alemana), estabilizar la deuda exige un ajuste muy duro, pero posible.

El problema está en que el imprescindible ajuste del déficit público, en las condiciones actuales, se ha convertido en un factor desestabilizador que agrava la recesión más allá de lo inevitable. Y lo agrava por tres circunstancias.

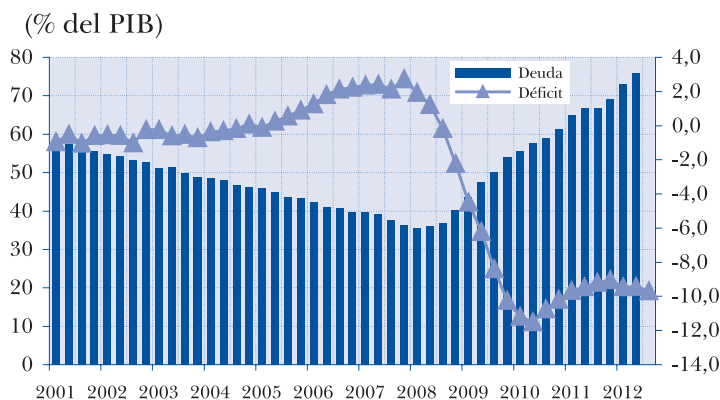
En primer lugar, los acuerdos alcanzados con nuestros socios europeos bajo el procedimiento de déficit excesivo, condicionados por la situación de los mercados financieros, demandan una reducción muy rápida del déficit público (del 9%



del PIB en 2011 al 4,5% en 2013 y al 2,8% en 2014). Una reducción que, además, no tiene en cuenta el componente cíclico y, por consiguiente,

apenas permite el juego de los estabilizadores automáticos.

GRÁFICO 5. ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS



Fuente: Banco de España y Mº de Economía y Competitividad octubre 2012.

En segundo lugar, las condiciones financieras son muy desfavorables y eso eleva el servicio de la deuda (también del sector privado indirectamente), exige mayores ajustes sobre el saldo primario y pesa sobre el crecimiento del conjunto de la economía. El coste de la financiación se sitúa mucho más allá de lo que justificable por los fundamentos.

Los mercados están sujetos a una alta incertidumbre porque consideran que hay riesgos asociados a un rescate del sistema bancario (pese a las pruebas de estrés) y también riesgos asociados a la re denominación de la deuda, debido a las debilidades institucionales de la unión monetaria. Las consecuencias no solo se observan en la prima de riesgo, sino también en las tenencias de deuda pública española de no residentes, que no han dejado de caer en los últimos trimestres (31% del stock vs 40% hace un año).

En tercer lugar, en el contexto económico y financiero actual el multiplicador fiscal es más desfavorable que en condiciones normales: el FMI estima que un ajuste del déficit de un 1% del PIB no tiene el impacto «habitual» del 0,5% sobre

el PIB, sino que del 1% o más. Es decir, las medidas de ajuste tienen a corto plazo un impacto negativo sobre el crecimiento mayor del habitual, lo que reduce el ingreso y eleva el gasto público. Así, para cumplir los objetivos fiscales es preciso aplicar nuevas medidas que, a su vez, afectan al crecimiento, lo que genera una espiral recesiva.

Afortunadamente, el ajuste del déficit público podría convertirse en un *factor estabilizador* y ver reducido su impacto contractivo considerablemente. Para ello es preciso que se concreten algunas medidas en curso y prosperen otras propuestas recientes:

Por un lado, la culminación de la reestructuración del sistema bancario y los pasos hacia la unión bancaria (más aún si se logra que la recapitalización de la banca no incremente la deuda pública española) permitirían romper el *círculo vicioso entre banca y soberano*, dañino para el coste de la deuda y la economía española. Una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal y económica sería un añadido decisivo.

Por otro lado, un nuevo Acuerdo de Entendimiento con el soberano español para contar con



el apoyo –efectivo o disuasorio– del mecanismo de estabilidad financiera de la Unión Europea y activar las compras del BCE, siempre que estuviera bien diseñado (y fuera consistente con el pleno acceso a los mercados del Tesoro), ayudaría a situar la prima de riesgo a niveles consistentes con los fundamentos. Y ello, tanto por su efecto directo, como por el compromiso hacia una mayor integración europea que llevaría implícito.

El apoyo en el suministro de liquidez es muy importante en un contexto en el que se están adoptando medidas estructurales de calado, cuyo fruto, sin embargo, sólo será visible en el medio

plazo, un horizonte largo para convencer a los mercados, con frecuencia muy centrados en el corto plazo.

Por último, y como han insinuado algunas autoridades, la revisión de la senda de corrección del déficit hacia un ajuste más gradual, que tuviera en consideración el efecto del ciclo, es decir, que pusiera más énfasis en la reducción del déficit estructural, permitiría reducir el impacto del ajuste sobre el crecimiento y podría ayudar a restaurar la credibilidad en la solvencia del país. Sobre todo, si viniera acompañado de detalles sobre la senda de medio plazo, una legislación adecuada y creíble, y un marco transparente y predecible.





LA POSICIÓN FINANCIERA FRENTE AL EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. ESTRATEGIAS DE SALIDA

**José Luis Feito. Presidente.
Instituto de Estudios Económicos (IEE)**

INTRODUCCIÓN

El objeto de este artículo es analizar las causas, consecuencias y remedios del excesivo endeudamiento exterior de la economía española. En otros trabajos he intentado demostrar que en dicho endeudamiento estriba la raíz de la severa restricción de financiación que padece nuestro país y que su corrección exige un dilatado periodo de sangre, sudor y lágrimas¹. A pesar de esta aseveración, o quizá a causa de ella, los coordinadores de esta publicación me han solicitado que desarrolle el análisis de nuestra posición financiera frente al resto del mundo en el tono más divulgativo posible. A tal fin, en la primera sección se define y clarifica el concepto de la posición de inversión internacional (PII), el indicador más utilizado para medir la situación deudora o acreedora neta de un país. A continuación se muestra su evolución en España durante los últimos doce años y sus principales determinantes. En la segunda sección se muestra la relación entre el saldo de la PII y el coste y monto de la oferta de financiación exterior disponible para un país. Finalmente, en la última sección se analizan los remedios necesarios para conciliar una reducción de la PII con la recuperación de ritmos adecuados del crecimiento del PIB.

¹ Véase, por ejemplo, mi contribución al libro «Conferencia en memoria de Luis Ángel Rojo». Banco de España 2012.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL: PRECISIONES CONCEPTUALES Y SU EVOLUCIÓN EN ESPAÑA

La posición de inversión internacional (PII) de un país es el saldo neto entre sus pasivos y activos financieros internacionales, reflejando por tanto su situación acreedora o deudora frente al resto del mundo. Constituye, sin duda, el indicador más preciso de la vulnerabilidad financiera de un país². En lo que se sigue se clarifica el concepto, delimitando las fuerzas que lo determinan, y se muestra su evolución en España a lo largo de los últimos años.

Supongamos que un país comienza el año con una PII igual a cero. Al final de dicho año la PII arrojará un saldo neto deudor o acreedor dependiendo respectivamente de si dicho país tiene un déficit o superávit en su balanza de pagos por cuenta corriente que sobrepasa el saldo de las transferencias de capital. Si un país registra un déficit de balanza de pagos por cuenta corriente que supera el saldo de las transferencias de capital, si por tanto sus pagos corrientes al exterior

² Otro indicador relevante es la deuda exterior bruta que incluye únicamente la parte del pasivo financiero que genera obligaciones de pago. Básicamente, la deuda exterior excluye el pasivo constituido por las acciones y participaciones en empresas, así como los derivados financieros. En España la deuda exterior bruta alcanzaba en 2011 un 165,4% del PIB y supone alrededor del 75% del pasivo financiero total.



superan los ingresos corrientes que percibe del resto del mundo, ha de financiarlo contrayendo un pasivo con el exterior. Este pasivo financiero, por tanto, será igual al importe de dicho déficit más las adquisiciones de activos exteriores que puedan efectuar los residentes del país. Esto es, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (más o menos el saldo de las transferencias de capital) comporta un aumento del endeudamiento neto con el resto del mundo (o saldo deudor de la PII) de igual magnitud.

De lo anterior se colige que la PII de un país al final de un año determinado es esencialmente el resultado de la acumulación de los saldos de su balanza de pagos por cuenta corriente en el pasado (más o menos las transferencias netas de capital)³. Así pues, si un país, como es el caso de España, tiene una PII deudora que ha ascendido hasta niveles muy elevados en un periodo relativamente corto es porque en el transcurso de dicho periodo ha generado sustanciales déficit de balanza de pagos por cuenta corriente. En el cuadro 1 se resume la evolución de la PII de nuestro país (en proporción al PIB) en los dos últimos quinquenios.

CUADRO 1. PII DE ESPAÑA

(En % del PIB)

	2000	2003	2005	2008	2011
PII	30	44	51	76	92

Fuente: Banco de España, *Balanza de Pagos 2011*.

Nota: El signo positivo denota una posición deudora neta. Las cifras de PII están redondeadas al entero más cercano.

Como se puede observar en el cuadro 1, la PII tenía un saldo deudor neto relativamente reducido en el año 2000. El saldo deudor aumentó algo

más de un 50% al final del primer quinquenio de la pasada década y casi se duplicó en los siguientes cinco años. La causa de la explosiva ascensión de nuestra posición deudora neta reside en la intensa y, hasta el año 2010, creciente dependencia que la economía española tiene del ahorro exterior para financiar su funcionamiento. El ahorro exterior recibido es la contrapartida financiera del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente más o menos las transferencias de capital, un ahorro que hay que retribuir y en su momento devolver. Un ahorro que se materializa en préstamos o inversiones exteriores de un tipo u otro a los residentes nacionales y que por tanto entraña el consiguiente aumento del endeudamiento exterior neto del país. En el cuadro 2 se recoge la evolución del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos más las transferencias de capital junto con la evolución de la PII en el periodo de referencia.

Como muestra el cuadro 2, el aumento del saldo deudor de la PII entre 2000 y 2011 es de 60,6 puntos porcentuales del PIB. Este aumento se corresponde aproximadamente con la suma del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente durante dicho periodo (netos de las transferencias de capital) que alcanza 61 puntos porcentuales del PIB. Las diferencias entre ambas cifras que se pueden observar en periodos más cortos, obedece a un pequeño factor de arrastre en la ecuación que vincula los déficits exteriores a la PII y, sobre todo, a los efectos de valoración mencionados en la nota 3 del anexo. De la observación de los cuadros 1 y 2 queda claro que la senda explosiva seguida por la PII deudora de España desde el año 2000 es la consecuencia de los persistentes y abultados déficit exteriores acumulados desde ese año y de manera especialmente intensa desde 2004. El déficit exterior por cuenta corriente, a su vez, se origina porque el nivel de gasto agregado o demanda interna del país supera el nivel de su PIB. Por lo tanto, el desbordamiento de la PII deudora es la consecuencia de haber mantenido persistentemente niveles de gasto muy por encima de la capacidad productiva del país.

³ La medición de la PII se hace en moneda nacional al final de año, de manera que su evolución anual recoge también los efectos de valoración resultantes de las variaciones del valor de mercado de los activos y pasivos financieros internacionales, así como del impacto de las variaciones cambiarias sobre el valor de dichos activos y pasivos en el año. En el transcurso del tiempo, empero, estos efectos de valoración se suelen compensar entre sí y, en todo caso, no son muy relevantes.

**CUADRO 2. PII Y CUENTA CORRIENTE MÁS CUENTA DE CAPITAL
DE LA BALANZA DE PAGOS**

(En % del PIB)

	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11
Saldo	-3,2	-3,3	-2,7	-2,8	-4,2	-6,5	-8,3	-9,6	-9,1	-4,4	-3,9	-3,0
PII	30	35	41	44	50	51	62	75	76	94	90	92

Fuente: Banco de España, Balanza de Pagos 2011.

Notas: PII positiva indica un saldo deudor neto.

Saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente y costes de capital.

De lo anterior se puede intuir que, para estabilizar primero y reducir después el saldo deudor neto de la PII, nuestro país está obligado a vivir un periodo dilatado en el que el saldo anual de la cuenta corriente más las transferencias de capital sea nulo e incluso superavitario. Esto es, está obligado a recortar su nivel de gasto agregado hasta situarlo cerca del nivel de su PIB. Al menos a corto plazo, el superávit o cuando menos el equilibrio del déficit exterior es ineludible porque nuestro país difícilmente podrá contar con los préstamos exteriores necesarios para financiar un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Por decirlo de otro modo, en las circunstancias actuales de nuestra economía los mercados financieros exigen una reducción de nuestra PII deudora. En los epígrafes siguientes se analizan las consecuencias de esta restricción de financiación exterior para el crecimiento económico, así como las políticas necesarias para que la economía española reduzca su PII deudora y simultáneamente alcance cifras aceptables de crecimiento del PIB.

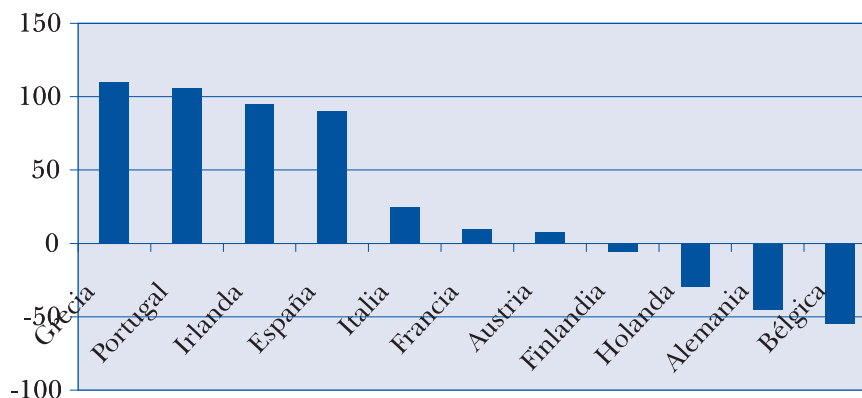
**LA PII Y LA RESTRICCIÓN DE
FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA**

Un subconjunto de países de la eurozona (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) se han visto obligados a solicitar un rescate o ayudas de un tipo u otro ante la imposibilidad o el coste prohibitivo de hacer frente a sus necesidades de finan-

ciación pública o privada. ¿Qué tienen en común los países que se ven obligados a solicitar ayuda exterior? No su pertenencia al euro. Hay países fuera del euro que han tenido que solicitar el rescate y la consiguiente intervención exterior de su economía (Islandia, los países bálticos, Hungría, entre otros) y evidentemente hay países dentro del euro que no lo han hecho. Tampoco el nivel de su deuda pública. Hay países dentro del euro (por ejemplo, Bélgica, Francia o Alemania), con una deuda pública en proporción al PIB sensiblemente más elevada que la de varios de los citados países rescatados o con ayudas condicionadas de un tipo u otro. Lo que tienen en común estos países, lo que les diferencia de los países dentro y fuera del euro que no tienen que soportar la intervención exterior de sus economías, es el elevado saldo deudor neto de su PII, como se pone de relieve en el gráfico de Deuda Exterior Neta en % del PIB en 2011.

**PII DE LOS PRINCIPALES PAÍSES
DE LA ZONA EURO EN 2011**

Cuando la PII deudora es tan alta como la de los países rescatados o ayudados de un modo u otro, no sólo se estrechan los mercados a las nuevas emisiones de títulos públicos y privados sino que se precipita la salida de capitales, de manera que terminan dependiendo del eurosistema y las inyecciones de fondos oficiales para financiarse. En otras palabras, terminan dependiendo de la ayuda acordada mediante un rescate de un tipo u otro.

GRÁFICO 1. DEUDA EXTERIOR NETA EN % DEL PIB EN 2011

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Es conveniente demorarse brevemente en la función subordinada que desempeña el nivel de la deuda pública de un país en la restricción de financiación exterior y el riesgo asociado de intervención de su economía. Es cierto que el rescate o la intervención de una economía suceden habitualmente cuando el país no puede emitir la suficiente deuda pública para hacer frente a sus vencimientos o necesidades de nueva financiación, o sólo puede hacerlo a un tipo de interés desorbitado. Quizá por esto, al principio de la crisis en 2008, algunos analistas y gobiernos (el español, entre otros) pensaban erróneamente que una deuda pública en términos de PIB sensiblemente inferior a la media de los países de la eurozona era un indicador de suficiente fortaleza financiera como para evitar los riesgos de intervención. Fue especialmente flagrante el error de las agencias de calificación, que despachaban sus «ratings» casi exclusivamente en función de los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública, ignorando la evolución de la deuda exterior neta.

Una PII deudora elevada indica que una parte sustancial de la suma de la deuda pública y privada se debe al resto del mundo, de manera que su coste y las posibilidades de su renovación dependen de la confianza de esos acreedores en el devenir de su economía. Esto es, un país con deuda pública muy elevada, pero que se la debe

básicamente a sí mismo, puede tener muchos menos problemas para colocarla que otro con deuda reducida pero una parte sustancial de la cual se la debe al resto del mundo. Por otro lado, cuando la PII deudora es muy elevada y la deuda pública relativamente baja, la deuda privada con el resto del mundo será muy alta. Lo habitual en esta situación es que el sistema bancario nacional tenga un balance muy frágil, que antes o después exigirá la inyección de fondos públicos. Esto es así porque cuando la deuda privada es muy elevada, una parte del sector privado no podrá hacer frente a dichas deudas y provocará la quiebra de una parte del sector financiero, lo que acarreará un aumento de la deuda pública para recapitalizar esas entidades e impedir que dicha quiebra arrastre al conjunto del sistema bancario. En otras palabras, cuando la PII deudora es muy elevada, la deuda pública terminará siendo muy elevada antes o después. Esta es la razón por la que países como España han tenido durante la crisis dificultades de financiación de su deuda pública mucho mayores que los países con una deuda pública sustancialmente más elevada (por ejemplo, Japón o los países acreedores de la eurozona). Desde el inicio de la crisis, los mercados anticiparon (correctamente) que nuestra deuda pública aumentaría rápidamente para atender las necesidades de liquidez y capital del sistema bancario.



En resumen, la PII determina las posibilidades de financiación de un país y el coste de dicha financiación. Para decirlo con más precisión, los determinantes de la cantidad y el coste de la financiación son el nivel de la PII y sus expectativas de evolución. Consecuentemente, la severa restricción de financiación que sufre la economía española y que merma su potencial de crecimiento sólo se puede remontar instrumentando políticas que, al tiempo que estabilizan la PII, alienten expectativas de ulteriores reducciones de nuestro abultado endeudamiento exterior.

ESTRATEGIA DE SALIDA DE LA CRISIS

Como se señalaba en la sección anterior, la muy abultada deuda exterior neta acumulada por España en los últimos diez años ha ido mermando y encareciendo la oferta de financiación exterior disponible para nuestro país hasta llegar a la situación límite que vivimos en la actualidad. Las causas fundamentales de esta situación radican en la combinación de políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas aplicadas en España hasta el estallido de la crisis mundial en 2008, así como en la nefasta gestión económica realizada desde entonces. Hay también factores que son imputables a la mala gestión del euro, factores que han posibilitado que los mercados descuenten una probabilidad no desdeñable de ruptura del euro y con ello han propulsado una significativa aceleración de la salida de capitales e intensificado la subida de la prima de riesgo de los países con elevadas PII deudoras.

La consolidación de políticas y mecanismos institucionales en la eurozona que conjuren adecuadamente el riesgo de ruptura del euro es una condición necesaria para la salida de la crisis. Evidentemente, una parte del aumento del saldo deudor de la PII durante estos últimos tres años es imputable a las deficiencias institucionales de la eurozona de manera que su corrección contribuiría muy positivamente a estabilizar y reducir dicho saldo. De hecho, si no se elimina de los tipos de interés la prima de riesgo imputable al riesgo de ruptura del euro sería prácticamente

imposible estabilizar la PII. Las últimas iniciativas del BCE ofrecen, por primera vez desde el inicio de la crisis, un horizonte esperanzador al respecto. Dicho esto, la condición verdaderamente esencial para superar la crisis, sin la cual de poco serviría la ayuda exterior, reside en las políticas nacionales. A continuación se efectúan algunas breves consideraciones sobre la naturaleza y el contenido de estas políticas.

Como se ha dicho, el objetivo primordial de la política económica debe ser estabilizar y reducir el saldo deudor de la PII en términos del PIB. Para ello no basta, como dictaminan muchos analistas públicos y privados, con reducir o equilibrar el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente en proporción al PIB. Por ejemplo, en los últimos tres años dicho déficit se redujo desde las cifras cercanas a dos dígitos entre 2005 y 2008 hasta el 4,4 % (2009), 3,9% (2010) y el 3% en 2011, y sin embargo la PII/PIB aumentó desde el 76% (2008) hasta el 92% (2011). Para estabilizar y situar en una senda descendente la PII deudora en % del PIB es necesario reducir sensiblemente el déficit de la balanza de pagos por unidad de crecimiento económico. Es necesario, en otras palabras, corregir el déficit exterior estructural. Se ha de tener en cuenta que un déficit exterior, por pequeño que sea, aumenta el numerador de la PII/PIB y que el denominador ha decrecido o apenas ha crecido durante estos años. Así pues, para reconducir la deuda neta exterior en proporción al PIB hacia una senda descendente es necesario instrumentar un conjunto de políticas que permitan conciliar la ineludible corrección del déficit exterior con el crecimiento económico. Dicho de otra manera, es necesario provocar un cambio de la estructura productiva y de la composición de la demanda de nuestra economía que permita conseguir cifras de crecimiento satisfactorias sin recurrir al ahorro exterior.

Como se decía en la sección anterior, los problemas de déficit de balanza de pagos por cuenta corriente excesivos y deuda exterior explosiva surgen cuando un país ha estado gastando durante un periodo dilatado muy por encima de su potencial de crecimiento. Cuando se gasta



mucho inevitablemente se gasta mal, de manera que el grueso del gasto no se destina a inversiones que aumenten la capacidad exportadora del país y permitan en su momento devolver la deuda exterior contraída sino a gastos consuntivos de un tipo u otro, gasto en bienes y servicios no comerciables y que por tanto no aumentan la base exportadora; gastos insostenibles, en todo caso. Así ha ocurrido en España con buena parte del incremento del gasto público y sobre todo con la masiva inversión en inmuebles que son directa o indirectamente la contrapartida más importante del aumento de la PII durante todos esos años. Además, cuando se gasta mucho se intensifican las presiones inflacionistas y salariales por encima de las registradas por países cuyo nivel de gasto guarda mayor proporción con su capacidad de producción, con lo que se merma la competitividad exterior del país erosionando así el sector de bienes comerciables internacionalmente y acentuando con ello el crecimiento del déficit y la deuda exterior.

Para reducir el déficit exterior suficientemente y al mismo tiempo restaurar las posibilidades de crecimiento económico es necesario combinar políticas que reduzcan el gasto con otras que desvíen el gasto (el nuestro y el de nuestros socios comerciales) hacia los bienes producidos en el país. Estas políticas se han de complementar con otras que estimulen y faciliten todo lo posible el desplazamiento de los recursos productivos desde los sectores más afectados por el recorte del gasto hacia otros donde el gasto tiene un horizonte de crecimiento sostenible. Las medidas necesarias por conseguir esto se pueden agrupar en tres categorías: corrección del déficit público, aumento de la competitividad vía reducción de los costes laborales unitarios y otros costes de producción, y saneamiento del sistema bancario para revivir la oferta de crédito al sector privado. Esta es la estrategia o el guión que los organismos internacionales imponen a la política económica española, un guión que nuestras autoridades económicas han intentado seguir pero con excesiva vacilación y medidas contradictorias que con demasiada frecuencia se anulan entre sí. Sin

duda, sobre todo en el último año, se ha avanzado en la dirección correcta, pero muy lentamente y a costa de un paro demasiado elevado, que se podía haber limitado considerablemente si se hubiera reformado antes y más radicalmente el mercado de trabajo.

Queda, en todo caso, mucho por hacer. Si hubiera que destacar las principales adiciones a las medidas de política económica instrumentadas o anunciadas hasta el momento para conseguir conciliar la deseada reconducción de la PII con el crecimiento económico, yo señalaría lo siguiente. Es necesario profundizar en la reforma del mercado de trabajo y reducir las cotizaciones sociales para que la disminución adicional de los costes laborales unitarios que se necesita sea compatible con la creación de empleo y también para reducir los gastos por desempleo. Son necesarias medidas y reformas más contundentes para reducir el gasto público y hacer posible ese recorte de cotizaciones sociales y, de forma general, revertir el peso excesivo que se ha depositado sobre los impuestos para corregir el déficit público. Estas medidas deberían incluir un recorte más drástico de las subvenciones a las energías renovables (no sólo para reducir el déficit público sino también para bajar el coste de la energía), un mayor ajuste del exceso de personal público e inevitablemente reformas más decisivas del sistema de pensiones y de la sanidad pública. Tampoco es sostenible la actual financiación presupuestaria de la mayoría de las infraestructuras viarias de alta capacidad. Ni siquiera Alemania pudo seguir costeando presupuestariamente el mantenimiento de su red de autopistas y en Francia, Italia o Portugal más del 75% de su red de autovías o autopistas está sujeta a peajes y no recae, por tanto, sobre el gasto público.

Como se puede ver, las medidas para salir de la crisis no son fáciles de instrumentar y tienen elevados costes políticos y sociales, aunque mucho menores que los costes políticos y sociales de demorarlas o no instrumentarlas. Cuando un país gasta durante mucho tiempo por encima de su potencial de crecimiento, porque contaba con la financiación exterior necesaria



para ello, contempla un aumento considerable de su nivel de vida. Pero éste es un aumento ilusorio, ya que ha sido propiciado por un colosal aumento del endeudamiento exterior que antes

o después hay que devolver mediante un proceso de ajuste que inevitablemente entraña recortar el nivel de vida que se sustentaba en dicho endeudamiento.



LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN ENTORNO DE DESAPALANCAMIENTO Y AUSTRERIDAD

José Luis Malo de Molina.

Director General del Servicio de Estudios. Banco de España

Eloísa Ortega.

Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica. Banco de España

INTRODUCCIÓN: LOS FACTORES DESENCADENANTES DE LA CRISIS DE LA UEM

En 2012 la crisis de la deuda soberana en la UEM ha adquirido carácter sistémico y se ha convertido en uno de los principales riesgos para la recuperación de la economía mundial. Como es sabido, la crisis de la zona del euro tiene múltiples dimensiones. Se originó como resultado de la emergencia de los propios fallos en el diseño institucional de la UEM, que habían permanecido ocultos durante los años de bonanza.

El Pacto de Estabilidad y crecimiento no fue suficiente para garantizar la disciplina fiscal de los gobiernos de los países de la zona del euro y no se había previsto la existencia de mecanismos que pudieran prevenir a tiempo el desarrollo de otros desequilibrios de naturaleza macro financiera diferentes a los fiscales como los relacionados con las pérdidas de competitividad, el déficit exterior, las burbujas inmobiliarias o el excesivo endeudamiento del sector privado.

La posibilidad de que se produjera una crisis de confianza en la propia pervivencia del euro ni siquiera se contemplaba y, desde luego, se carecía de mecanismos apropiados para afrontar a nivel del área la aparición de crisis bancarias de envergadura¹.

Estas grietas en el almacén institucional de una unión monetaria concebida como una etapa intermedia hacia estadios de integración más completos que no llegaron, permitió que, en algunos países, la actuación de las políticas económicas no se adecuara plenamente a los requerimientos de estabilidad macroeconómica imprescindibles para que sus economías se pudieran desenvolver satisfactoriamente dentro de las restricciones derivadas de la carencia del tipo de cambio y del tipo de interés como instrumentos propios.

Los impulsos expansivos que algunas economías vivieron como resultado de los efectos inmediatos de la convergencia y de la afluencia masiva de financiación en condiciones de coste propias de economías estables y con moneda fuerte hicieron que se bajara la guardia frente a las tareas todavía pendientes para completar las transformaciones estructurales que la adopción de un régimen permanente de estabilidad requería. Ni los gobiernos nacionales siguieron adelante con la agenda de transformaciones estructurales imprescindibles para asegurar la sostenibilidad de la convergencia (lograda en algunos casos en el último momento y con registros ajustadísimos en los valores de las variables de referencia), ni la gobernanza del euro avanzó en el diseño de mecanismos para la identificación y prevención de desequilibrios potencialmente desestabilizadores. Tampoco los líderes europeos fueron capaces de mantener y reforzar el impulso integrador que habría de ir completando

¹ Sobre los fallos de la arquitectura institucional de la moneda única, véase: De Grawe (2011), Malo de Molina (2011) y Pisany-ferry (2012).



el diseño institucional a medida que sus carencias fueran emergiendo.

Se esperaba, en todo caso, que si se producían conductas que se desviaban de las pautas de estabilidad, los mercados financieros reaccionarían penalizando esas desviaciones y pondrían en marcha los mecanismos de ajuste necesarios. Pero esa confianza ingenua en la teoría de los mercados financieros eficientes tampoco funcionó. Al contrario, la búsqueda de rentabilidad y la asombrosa disminución de la aversión al riesgo facilitaron la generosa financiación de economías que estaban incubando graves desequilibrios.

Como consecuencia de todo ello, la falta de adecuación de las políticas económicas nacionales al régimen macroeconómico que imponía la moneda única se plasmó en la aparición de dos carencias fundamentales. Por un lado, el grado de disciplina fiscal fue claramente insuficiente para contrarrestar una política monetaria que resultó ser muy expansiva durante la primera etapa de la UEM para los países que habían tenido que hacer un esfuerzo excepcional para superar sus arraigados sesgos inflacionistas. Por otro lado, tampoco se avanzó con la profundidad necesaria en las políticas de oferta. Ambas cuestiones eran imprescindibles para alcanzar el grado de flexibilidad requerido en la formación de costes y precios así como para asegurar las ganancias de eficiencia del aparato productivo que se precisaban para afrontar la pérdida de autonomía de las políticas de demanda y asentar las bases del crecimiento a medio y largo plazo mediante mejoras genuinas de productividad y competitividad. Estas carencias se materializaron en un comportamiento de costes y precios que muy pronto resultó inconsistente con la decisión de prescindir del tipo de cambio como instrumento de política económica dentro de la batería de herramientas disponibles bajo el nuevo régimen macroeconómico. Una inconsistencia que habría de resultar particularmente grave en aquellos países, como España, en los que la devaluación del tipo de cambio se había venido utilizando recurrentemente para reabsorber las pérdidas de competitividad que invariablemente se acumulaban como consecuencia de la incapacidad para mantener la estabilidad durante las fases de expansión.

EL AMPLIO Y VARIADO MENÚ DE DESEQUILIBRIOS GENERADOS EN ESPAÑA

En España, como en otros países de la periferia del euro, el menú de desequilibrios macroeconómicos generados durante los primeros diez años de la UEM fue amplio y variado: pérdidas de competitividad, endeudamiento excesivo, desequilibrio exterior y fuerte dependencia del ahorro externo, deterioro en las posiciones fiscales, fragilidad de los balances bancarios. En cada país, estos desequilibrios se combinaron de distinta manera y fueron de intensidad diferente dependiendo de numerosos factores idiosincráticos.

El objetivo de este artículo no es abordar el desarrollo y la reabsorción de estos desequilibrios en su conjunto, sino que pretende centrarse en un aspecto muy concreto y relevante del proceso de ajuste, cual es el papel de la corrección de las pérdidas de competitividad dentro del marco de las restricciones de la obligada austeridad que se deriva de los excesos de endeudamiento privado y público alcanzados.

Desde esta perspectiva, el punto de partida de la reflexión debe ser la persistencia con la que se fueron acumulando los diferenciales de costes y de precios en España, y en otros países. Un hecho que, en definitiva, puso de manifiesto que el canal de ajuste de los desequilibrios dentro de una unión monetaria que se esperaba que operase a través de la competitividad no funcionó adecuadamente, dando lugar a la aparición de voluminosos desequilibrios internos de balanza de pagos que terminaron convirtiéndose en una de las mayores fragilidades del funcionamiento y de la gobernanza de la UEM. En una unión monetaria, se esperaba que la absorción de las divergencias internas dentro del área trascurriera fundamentalmente a través de las reacciones que debería desencadenar el propio desalineamiento de la competitividad en términos de contención de la demanda interna y de moderación en la formación de costes y precios. Se confiaba en que a través de este canal las alteraciones en las posiciones competitivas actuaran como un mecanismo de corrección de los posibles excesos de demanda y gasto en aquellos países con síntomas de recalen-



tamiento. Sin embargo, la pervivencia de distorsiones estructurales en el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos, en España y en otros países, inhibieron el funcionamiento de este canal de ajuste y las divergencias en gasto y precios se fueron acumulando de manera persistente. El resultado fue la aparición de déficits exteriores voluminosos que los mercados, en un contexto de abundancia de liquidez global e infravaloración del riesgo, financiaron con generosidad sin apenas capacidad de discriminación. La posición deudora frente al exterior de los países que perdían competitividad alcanzó niveles muy elevados que eran la contrapartida del alto endeudamiento de los sectores institucionales internos (empresas y familias fundamentalmente) en el que se estaba sustentando su rápido crecimiento.

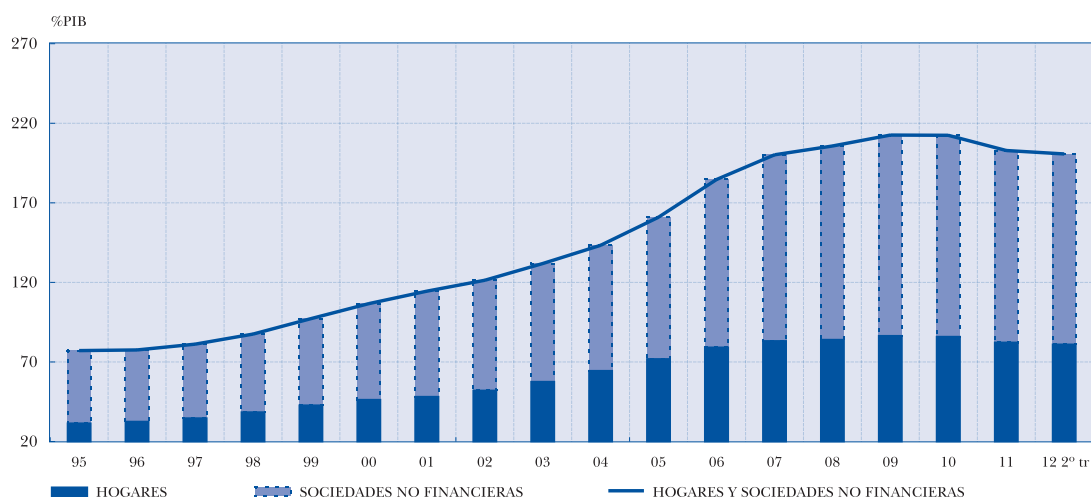
EL DÉFICIT EXTERIOR EN ESPAÑA COMO CONSECUENCIA DE LA PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD Y EL EXCESO DE ENDEUDAMIENTO

El tono de las políticas macroeconómicas y financieras que se siguieron en España durante

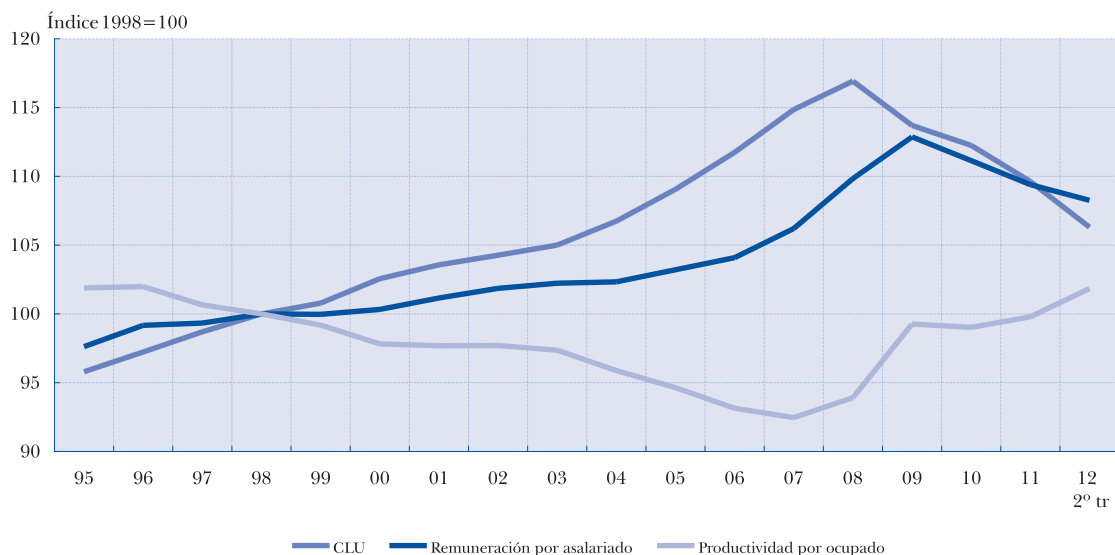
los diez primeros años de pertenencia al euro resultó muy expansivo y sostuvo una fase de crecimiento de duración sin precedentes, que permitió avances muy rápidos en la convergencia real. Sin embargo, estos avances estuvieron basados en una dinámica de gasto que excedía de manera sistemática al ritmo de expansión de la producción y que tuvo su principal motor en una gran exuberancia de la inversión inmobiliaria, fuertemente alentada por los bajos tipos de interés y la prácticamente ilimitada oferta de financiación procedente del ahorro externo que canalizaban hacia empresas y familias españolas las entidades de crédito. Este patrón de crecimiento condujo a la generación de importantes desequilibrios que se manifestaron fundamentalmente en un fuerte endeudamiento del sector privado y en la acumulación de significativas pérdidas de competitividad de la producción nacional, tanto en los mercados externos como internos (gráficos 1 y 2).

Ambos factores cristalizaron en un voluminoso y persistente déficit exterior que debe verse como el efecto conjunto y simultáneo del exceso de endeudamiento y de la pérdida de competitividad².

GRÁFICO 1. RATIO DE DEUDA DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



² En Estrada et al (2009) se analizan con detalle los desequilibrios que se generaron en España durante la fase expansiva.

GRÁFICO 2. CLU RELATIVOS DE ESPAÑA FRENTE A LA ZONA DEL EURO

Fuente: Eurostat.

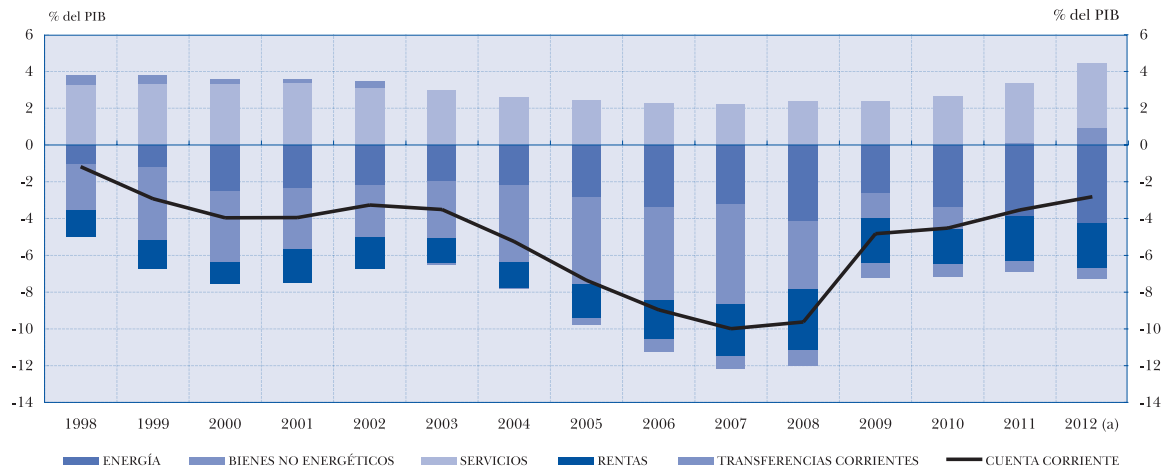
El gráfico 3 refleja la magnitud del deterioro en el saldo exterior de la economía española al que contribuyeron prácticamente la totalidad de las sub-balanzas de la balanza de pagos, lo que da prueba de la incuestionable generalidad de los problemas de competitividad que se gestaron.

El endeudamiento del sector privado experimentó un fuerte incremento hasta 2007, en buena medida como consecuencia del hecho de que la construcción residencial, fuertemente incentivada por los bajos costes financieros, es muy intensiva en financiación crediticia. Las familias incrementaron su ratio de endeudamiento entre 2000 y 2007 en 37 pp del PIB. Aunque todos los componentes de la financiación crediticia a los hogares crecieron a tasas muy elevadas, fue fundamentalmente el aumento del crédito hipotecario el que sostuvo esta dinámica.

No conviene perder de vista, no obstante, que la adquisición de viviendas impulsó también la demanda de crédito para la compra de bienes de consumo duradero. Las sociedades no financieras vieron asimismo aumentar notablemente sus ratios de endeudamiento (en torno a 57 pp del PIB en igual período). En este caso, confluyeron factores

más variados y con implicaciones más diversas. A pesar de ello, la financiación a las actividades de construcción e inmobiliarias fue la que mostró mayor empuje y en la que se habrían de materializar las operaciones más arriesgadas y dudosas, como el crédito a promotores para la adquisición de suelo con vistas a su posterior transformación en proyectos de urbanización. Ello no debe ocultar, no obstante, los importantes flujos de financiación que también se destinaron a la inversión productiva o a la financiación de operaciones empresariales de diversificación sectorial y geográfica que habrían de contribuir a aumentar la solidez de algún segmento del tejido productivo español.

Aunque no es tema de este artículo, es obligado hacer aquí al menos una mención a algunas de las importantes implicaciones que la fuerte demanda de crédito tuvo para el sistema financiero. Es necesario hacerlo para salir al paso de aquellas visiones que tienden a desconectar excesivamente los problemas de estabilidad financiera que han surgido de los desequilibrios macroeconómicos que se incubaron por el deterioro de la competitividad y el persistente exceso de gasto sobre la capacidad interna de generación de valor añadido.

GRÁFICO 3. BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE ESPAÑA (% del PIB)

Fuente: Banco de España, Departamento de Aduanas e INE.
a. Datos acumulados desde agosto de 2011 hasta julio de 2012.

Existe una visión reduccionista que limita los problemas bancarios al exceso inmobiliario y al endeudamiento vinculado al mismo. Este enfoque parcial falla, sobre todo, porque oculta la estrecha conexión que existe, a través de la balanza de pagos, entre las necesidades de financiación de la nación que se generaron con la pérdida de competitividad que sufrió el aparato productivo. En todo caso, en aquellas condiciones era imposible que la demanda de crédito se pudiera financiar exclusivamente con el crecimiento de los depósitos que posibilitaba la dinámica del ahorro interno. Para satisfacer los importantes flujos de financiación que requería el elevado patrón de gasto de los agentes domésticos era imprescindible recurrir a una financiación exterior que se ofrecía entonces en cantidades y condiciones muy generosas.

Como consecuencia de todo ello, la acumulación de riesgos en los balances bancarios, sobre todo de aquellos vinculados a los excesos inmobiliarios, y la elevada dependencia de la financiación mayorista externa habrían de convertirse en factores de fragilidad de un segmento del sistema financiero cuando la crisis financiera internacional, la gran recesión y la crisis de la deuda sobe-

rana en Europa cambiaron radicalmente la actitud ante el riesgo y se produjo un gran repliegue de la financiación transfronteriza.

Con el agravamiento de la crisis, los niveles de endeudamiento del sector privado terminaron siendo percibidos como difícilmente sostenibles, tanto por parte de los prestamistas como de los propios deudores, por lo que 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. El desapalancamiento del sector privado, que paralelamente conlleva la necesidad de un redimensionamiento y reestructuración del sistema bancario doméstico, se está teniendo que hacer en medio de los obstáculos inherentes al débil crecimiento de las rentas, propio de una fase de ajuste y recesión. En tales condiciones, la disminución de los ratios de endeudamiento difícilmente puede hacerse sin incurrir en flujos netos negativos de financiación crediticia para el sector privado, sobre todo si las necesidades de fondos del sector público siguen siendo muy cuantiosas, y, en todo caso, determinan que el proceso sea lento y requiera un periodo prolon-



gado para su culminación, lo que plantea grandes retos y dificultades tanto a los agentes privados de gasto como a los gestores de las políticas económicas y financieras.

La historia económica enseña las grandes dificultades que comporta la superación de las situaciones de sobreendeudamiento, por los círculos viciosos que se pueden desatar entre la necesidad de la austeridad para restablecer la sostenibilidad financiera y el impacto negativo que la propia austeridad tiene sobre el crecimiento, dificultando así el posible desapalancamiento. Por ello tiene tanta importancia atender a la dimensión de los desequilibrios que más directamente afecta a los determinantes del crecimiento como es el caso de la competitividad, cuyas pérdidas constituyen, como se ha visto, la otra cara de la moneda de los excesos de endeudamiento.

Podemos adelantar aquí, como una clara conclusión de este análisis, que cuanto más rápidamente se avance en la recuperación de la competitividad menos largo y penoso será el proceso de austeridad y desapalancamiento.

El diagnóstico de los problemas de competitividad es bien conocido, por lo que no parece necesario detenerse en una exposición detallada. Baste con recordar que los costes y precios crecieron en España por encima de las tasas de variación en la UEM desde su inicio, lo que provocó una significativa apreciación del tipo de cambio real, en una magnitud que osciló entre un 30 % y un 8 %, dependiendo del índice de precios o costes de referencia, y que alcanzó su nivel máximo en términos de los costes laborales unitarios de las manufacturas. No debe olvidarse que esta es la causa principal del rápido incremento del déficit exterior que alcanzó un nivel equivalente al 10 % del PIB en 2007.

El encarecimiento de los costes laborales que muestra el gráfico 2, vinculado a los problemas estructurales que lastraban el funcionamiento del mercado de trabajo, no fue el único determinante de la erosión de competitividad. Las rigideces y obstáculos a la competencia prevalecientes en numerosos mercados de bienes y servicios alimentaron un sostenido aumento de márgenes empre-

sariales, en medio de una exuberante expansión de la demanda, que amplificó el efecto de los aumentos de costes sobre los precios finales.

Los diferenciales de inflación, especialmente en el segmento de los productos comercializables, o los que se derivan de los deflatores del PIB son indicadores más generales, aunque siempre imperfectos, de los problemas de competitividad que se fueron incubando. La visión benigna que sostuvieron algunos analistas, según la cual los diferenciales de inflación que prevalecieron desde el inicio de la unión monetaria no constituían un problema porque eran el mero reflejo de los avances en la convergencia real, en sintonía con la hipótesis Balasa-Samuelson, carecía de todo fundamento, en el caso español, y contribuyó a desviar la atención de los desequilibrios que se estaban incubando. Como otros autores señalaron, en España no se daban las ganancias de productividad relativas en el sector de bienes comercializables que podrían haber justificado dicha explicación, de manera que los diferenciales de inflación eran ante todo el reflejo de la existencia de rigideces en la formación de costes y márgenes que alimentaban pérdidas de competitividad y obstaculizaban el crecimiento a medio y largo plazo.

Durante la etapa de auge, el déficit exterior pudo financiarse sin dificultad, como ya se ha dicho, gracias a las fuertes entradas de capital intermediadas por el sistema bancario, en un contexto de práctica ausencia de aversión al riesgo. El hecho de que los déficits fueran fácilmente financiables no podía significar, como pretendían algunos, que se pudieran ignorar como señales importantes de riesgo. La financiación exterior del déficit de cada año suponía la acumulación de nuevas deudas que venían a sumarse a las deudas contraídas en años anteriores, y todas ellas habrían de ser refinanciadas conforme fueran venciendo. La suma de déficits consecutivos y cuantiosos ha llevado la posición de inversión internacional de la economía española, que mide el valor a precios de mercado de sus deudas netas de las tenencias de activos frente al exterior, hasta alcanzar unos niveles superiores al 90 % del PIB en los últimos años, ratios solo



superados en la UEM por Portugal, Irlanda, Eslovenia y Chipre. Esta elevada deuda externa aumenta la vulnerabilidad de la economía a perturbaciones pues supone una importante dependencia de los mercados financieros internacionales, cuya apreciación de la solvencia de los prestatarios españoles resulta determinante de la posibilidad de refinanciarla³. Cuando los vencimientos no son renovados en la cuantía suficiente, la única alternativa, dentro de una unión monetaria, es el aumento del endeudamiento de las entidades de crédito españolas frente al Euro-sistema a través de sus préstamos de política monetaria. Una vía que también tiene sus límites en la cantidad de colateral elegible disponible y en la valoración que el mismo merece.

EL AJUSTE DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR

Como puede verse en el gráfico 3, a partir de 2007 se ha producido una reducción sustancial del déficit exterior. En 2012 podría situarse todavía en torno al 1 % del PIB, pero las proyecciones disponibles, basadas en la trayectoria seguida a lo largo de este ejercicio, apuntan a que el año próximo se alcanzaría ya un moderado superávit.

Cuando se analiza por componentes, se observa que la disminución de las necesidades de financiación se ha basado principalmente en la mejora del saldo de intercambios de bienes y servicios frente al exterior y, dentro de éste, en la reducción del déficit de la balanza comercial de bienes no energéticos. Este avance en la corrección del principal factor impulsor del desequilibrio externo durante la expansión ha venido de la mano tanto de un aumento de las exportaciones como de una disminución de las importaciones, que han prestado contribuciones a la mejora del saldo de una magnitud similar. No obstante,

el elevado peso que representan el déficit energético y el déficit de rentas, dado el alto endeudamiento externo, han seguido actuando, y lo seguirán haciendo, como un freno del margen de mejora de la capacidad de financiación de la economía⁴.

Este comportamiento refleja que, aunque tarde e impulsado por la propia severidad de la crisis, el canal de la competitividad ha empezado a funcionar finalmente tanto por el lado de las cantidades, según el cual el menor dinamismo de la demanda o la propia contracción de la actividad recortan la demanda de importaciones y abren hueco a las exportaciones (a través de la exportación de excedentes que tradicionalmente se activa en las recesiones), como por la propia mejora de la competitividad de la producción nacional, que habría permitido incrementar la presencia de las empresas españolas en el exterior y mejorar su cuota en los mercados internacionales. En ambos canales de actuación del mecanismo de ajuste a través de la competitividad se encuentran presentes importantes componentes cíclicos que alertan sobre el alcance real de la corrección realizada y sobre la magnitud del esfuerzo pendiente.

En el gráfico 4 se compara la evolución del saldo observado en el comercio de bienes y servicios con una estimación de dicho saldo una vez corregido de su componente cíclico. Aunque se trata de una estimación parcial que está sometida a los problemas metodológicos habituales en este tipo de correcciones, puede considerarse indicativa de la gran relevancia que los factores cíclicos están teniendo en el enderezamiento de la balanza de pagos y de la significativa magnitud del déficit estructural pendiente de corrección.

A una conclusión similar se llega cuando se trata de desentrañar la posible influencia de los factores cíclicos en los indicadores de competitividad basados en los costes laborales unitarios. Aunque a partir de 2010 los salarios han empezado a

³ En Comisión Europea (2012) se analiza la evolución de las posiciones de inversión internacional de los países de la zona del euro y se examinan las implicaciones económicas que se derivan del mantenimiento de niveles elevados de endeudamiento exterior.

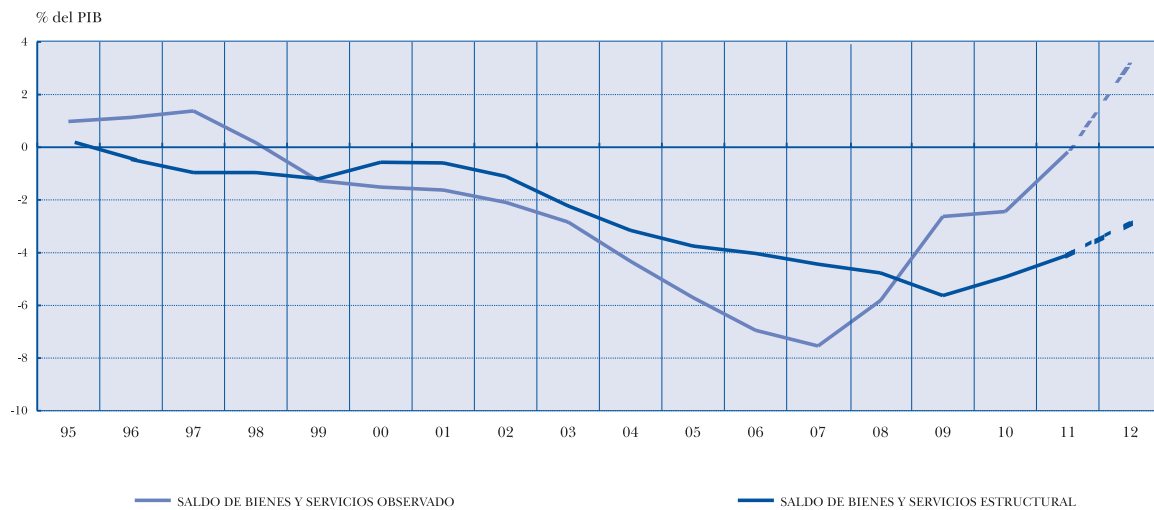
⁴ Un análisis detallado del ajuste del desequilibrio exterior en la economía española puede encontrarse en Peñalosa (2012).



crecer por debajo de la media de los de la UEM y a contribuir con ello a la mejora de los costes laborales unitarios relativos, esta se debe en su mayor parte, sin embargo, al incremento de la productividad que ha seguido generando la continuada destrucción de empleo, como puede observarse en el gráfico 2. Aunque no se puede negar que el intenso ajuste de la economía haya podido inducir ganancias de eficiencia en sectores y empresas que

habían alcanzado una dimensión excesiva en un contexto de holgura financiera y de fuerte dinamismo del gasto, es preciso reconocer que la mayor parte del aumento de la productividad aparente, y de su contribución a la mejora de los costes unitarios relativos, obedece en gran medida a la contracción de empleo y no a ganancias genuinas de eficiencia, lo que no constituye precisamente una forma sana y sostenible de ajuste.

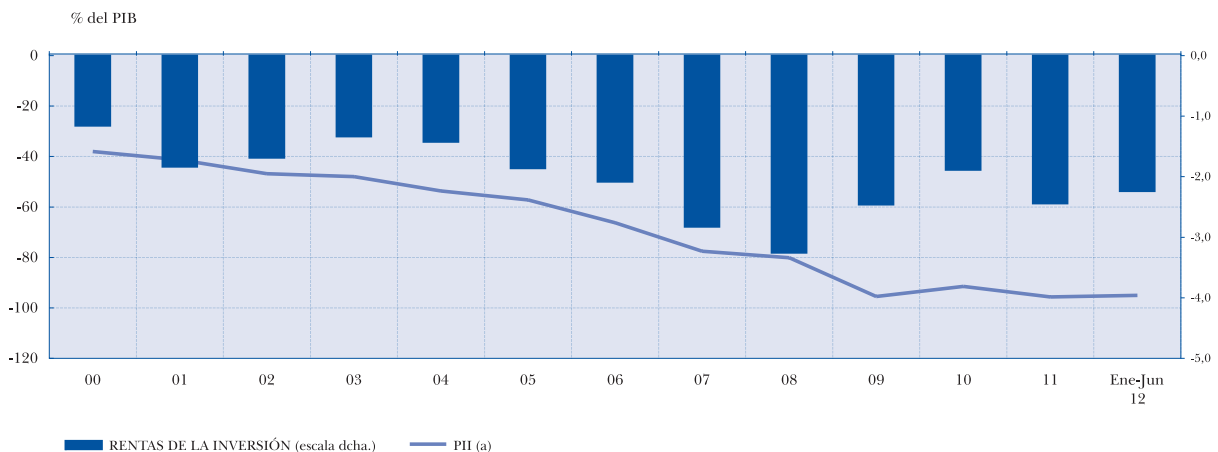
GRÁFICO 4. SALDO DE BIENES Y SERVICIOS (a)



Fuente: Banco de España.

a. El saldo estructural se estima tomando como base los precios del año 2008.

GRÁFICO 5. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y RENTAS NETAS DE INVERSIÓN



Fuente: Banco de España.

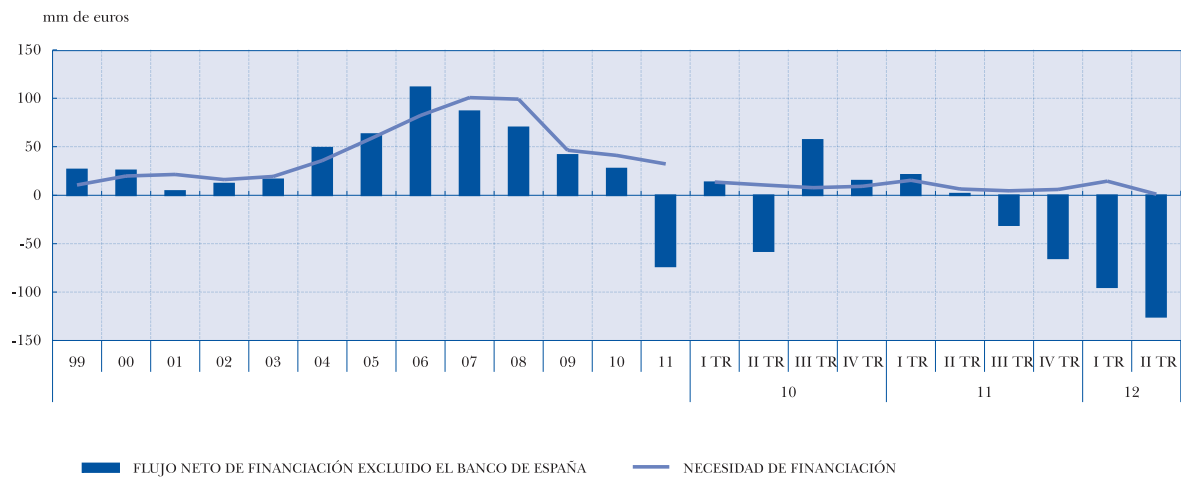
a. Se excluyen las reservas y los derivados financieros.



Junto a estas obligadas notas de cautela sobre el alcance de la significativa disminución del déficit exterior en el último quinquenio, es necesario subrayar que el endeudamiento exterior neto siguió aumentando hasta 2009, cuando alcanzó un importe equivalente al 93,7 % del PIB (véase gráfico 5). Solo desde entonces, la Posición de Inversión

Internacional ha empezado a seguir una trayectoria ligeramente descendente, permaneciendo todavía en niveles muy elevados (del 90 % del PIB en el tercer trimestre de 2012), lo que constituyen un gran factor de vulnerabilidad en medio de la crisis de la deuda soberana y relativa parálisis de la financiación exterior de la economía española.

GRÁFICO 6. FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Fuente: Banco de España.

Tras la crisis financiera de 2007, la disponibilidad de crédito externo comenzó a restringirse y las entradas netas de fondos empezaron a no ser suficientes para financiar el déficit exterior. (Véase gráfico 6) Pero esta situación se agudizó a partir de 2010, cuando las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro alcanzaron de lleno a la economía española. Entonces no solo se agudizó la insuficiencia de la financiación exterior para cubrir las necesidades de la nación, sino que se llegaron a registrar episodios de salidas netas de fondos, que alcanzaron dimensiones muy preocupantes en los meses finales de 2011 y en el primer semestre de 2012, si bien comenzaron a remitir con posterioridad. Estos voluminosos flujos de financiación al exterior, solo compensados por la financiación del Eurosistema a las entidades de crédito española, es el reflejo más elocuente de los problemas de confianza que

aquejan a la economía española y a su capacidad para afrontar los ajustes pendientes dentro de los parámetros propios de una zona de estabilidad macroeconómica y financiera.

LA RESTAURACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD REQUIERE COMPLETAR LA DEVALUACIÓN INTERNA Y PROFUNDIZAR LAS REFORMAS ESTRUCTURALES QUE FAVORECEN DEL CRECIMIENTO

Como se ha visto en epígrafes anteriores, las posibilidades de reducir de forma permanente, es decir a través de su componente estructural, las necesidades de financiación se encuentran lastradas por las dificultades para recortar el déficit energético, en una economía con alta



dependencia de la energía importada y en un contexto de carestía del crudo, y por la elevada magnitud que ha alcanzado el saldo deficitario de las rentas de inversión (como puede verse en el gráfico 4) –como consecuencia del alto nivel de endeudamiento neto frente al exterior–, que supone una salida de renta hacia el resto del mundo de cuantía muy elevada (gráfico 5). Esta situación obliga a generar una importante mejora de la competitividad que permita alcanzar saldos favorables suficientemente voluminosos en el comercio del resto de bienes y servicios con el exterior, que sean capaces de superar este lastre y generar los excedentes globales necesarios para afianzar una senda de reducción, inevitablemente gradual, del abultado saldo neto deudor la Posición de Inversión Internacional. A este respecto, resulta ilustrativo que entre los valores de referencia que se usan en el marco de la nueva gobernanza europea para valorar la posible presencia de desequilibrios macroeconómicos excesivos, se considera como un umbral de riesgo el hecho de que dicha Posición supere el 35 % del PIB. Valor de referencia que la economía duplica holgadamente en estos momentos.

En una unión monetaria, y sin la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento de política monetaria, la única vía posible para reabsorber los desfases de precios relativos con aquellos competidores con los que se comparte la moneda es mediante un proceso de ajuste directo de costes y márgenes relativos, que se conoce con el nombre de devaluación interna, por ser el mecanismo de adaptación que ha de sustituir al papel que desempeñan las devaluaciones cambiarias en los países con soberanía monetaria y moneda propia⁵. Un proceso más doloroso y lento que el de la devaluación del tipo de cambio, pues requiere movimientos de salarios relativos y mejoras genuinas de productividad basadas en las ganancias de eficiencia, y que debe realizarse, además, de manera simultánea al complicado desapalancamiento de la economía.

La compatibilización de la desinflación interna con el desendeudamiento de los agentes domésticos no está exenta de dificultades, como ya se ha mencionado. La debilidad de la demanda interna favorece los ajustes necesarios de precios y costes, pero al mismo tiempo drena las posibilidades de crecimiento de la renta real de las empresas y de las familias, dificultando la reducción de los ratios de endeudamiento. En la misma dirección actúa el efecto igualmente contractivo sobre la demanda interna de la consolidación fiscal en la que se halla inmersa la economía española tras el intenso deterioro de las cuentas públicas que se produjo en los años iniciales de la crisis. E incluso el propio proceso de reestructuración bancaria, al que se ha hecho mención, añade complejidades específicas, pues aunque a medio plazo ayudará a restaurar los flujos de financiación que requiere el crecimiento, es inevitable que a corto plazo actúe como un freno adicional al gasto y a la generación de rentas. Es obvio que una mayor demanda facilitaría el desapalancamiento, pero no si es al precio de detener los ajustes y agravar la desconfianza sobre la economía.

CONCLUSIONES: LA CULMINACIÓN DE LOS AJUSTES REQUIERE TIEMPO Y LA RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA Y DE LA CREDIBILIDAD

Todos los factores que están actuando en el proceso de ajuste de la economía española condicionan unas perspectivas de debilidad en el comportamiento de la demanda en el horizonte temporal actualmente predecible. A la demanda externa le corresponde suplir esta falta de dinamismo a corto plazo y actuar como principal motor de la reanimación de la actividad, por lo que la recuperación de la competitividad, en la línea señalada en este artículo, desempeña un papel determinante en la superación de la actual coyuntura crítica. 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.

⁵ En Banco de España (2012) se analiza de forma muy detallada el papel que la mejora de la competitividad debe desempeñar en el ajuste de la economía española.



Este enfoque es coherente, además, con la necesidad imperiosa de restaurar la confianza en la economía y los flujos de financiación exterior, que dependen muy estrechamente de la percepción que tengan los mercados, los analistas y los organismos internacionales (especialmente de los encargados de velar por la estabilidad europea) de la marcha de la corrección de los principales desequilibrios, en particular de la culminación de la restructuración y saneamiento del sistema bancario, del restablecimiento de la sostenibilidad de las finanzas públicas y del desapalancamiento del sector privado. Como ya se ha dicho más arriba, cuanto más rápidamente se avance en la recuperación de la competitividad menos largo y penoso será el proceso de austeridad y desapalancamiento.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (2012). «La competitividad de la economía española», *Informe Anual 2011*, capítulo 2.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). «Focus: The dynamics of international investment positions», *Quarterly report on the euro area*. Volumen 11, nº 3.
- DE GRAUWE, P (2011). «The governance of a fragile eurozone», *CEPS Working Document*, nº 346, mayo.
- ESTRADA, A., J.J. JIMENO, y J.L. MALO DE MOLINA (2009). «The Spanish economy in EMU: The first ten years», *Documentos Ocasionales n.º 0901*, Banco de España.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2011). «La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única». *Información Comercial Española n.º 863*, noviembre-diciembre 2011, pp. 21-34. «Euro y crisis económica».
- PEÑALOSA, J. (2012). «El ajuste del desequilibrio exterior en la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- PISANY-FERRY, J. (2012). «The euro crisis and the new impossible Trinity». *Bruegel policy contribution*, issue 2012/01.

**FINANCIACIÓN Y DESAPALANCAMIENTO
EMPRESARIAL. NUEVOS PATRONES FINANCIEROS:
¿MÁS CAPITAL Y MENOS DEUDA?**



LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL EN UN ENTORNO FINANCIERO RESTRICTIVO

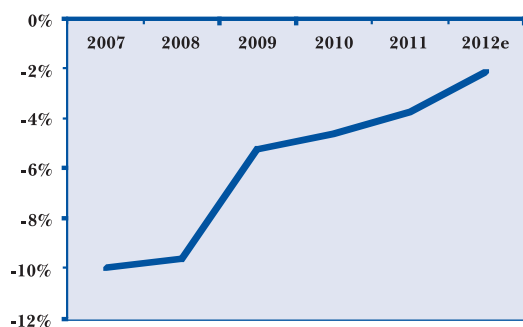
Baldomero Falcones.
Presidente de FCC

CRISIS DE DEUDA

España, al igual que muchos de los países de la zona Euro se está enfrentando desde el año 2007 a una crisis de deuda causada principalmente por tres elementos:

1. **Déficit de la balanza por cuenta corriente** a causa de la pérdida de competitividad del país en los años previos a la crisis.

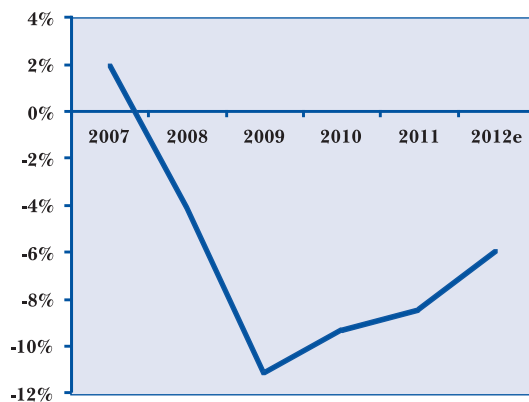
GRÁFICO 1. BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)



Fuente: FMI.

2. **Elevado déficit público** como consecuencia del hundimiento de la recaudación pública con la caída de la actividad económica y del pinchazo de la burbuja inmobiliaria, y por el incremento del gasto público causado principalmente por el aumento del desempleo y del coste de la financiación.

GRÁFICO 2. DÉFICIT PÚBLICO (% PIB)

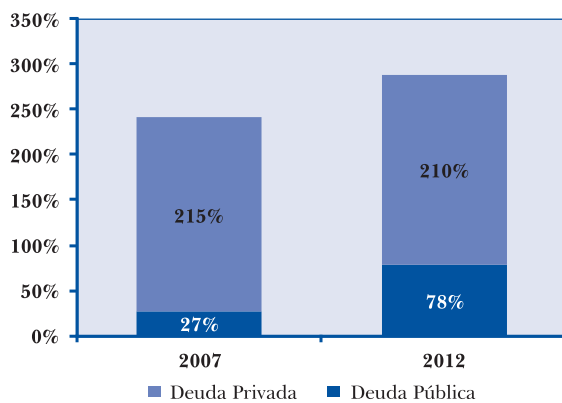


Fuente: FMI.



3. Fuerte **inestabilidad en el sistema financiero**. La alta exposición de las entidades financieras al mercado inmobiliario ha deteriorado el balance de las cajas, que representan el 50% del sistema financiero, genera desconfianza en los mercados y drena de liquidez a las empresas y personas físicas, que se encuentran en una situación de elevado endeudamiento.

GRÁFICO 3. NIVEL DE DEUDA (% PIB)



Fuente: European Commission.

PROGRAMA DE ACTUACIÓN

La forma de hacer frente a la crisis que están siguiendo los distintos gobiernos europeos sigue un esquema de actuación común para atajar cada uno de los 3 principales problemas identificados. España está siguiendo el mismo programa:

1. Plan de **consolidación fiscal** para reducir el déficit público. Las habituales medidas de subidas de impuestos y reducción de gasto público están siendo contrarrestadas por un crecimiento del PIB negativo, unos intereses más elevados y un incremento del desempleo.
2. **Reformas estructurales** que permitan al país volver a ser competitivo y mejorar su balanza de pagos. El objetivo final es lograr una economía que tenga un crecimiento más basado en la inversión y las exportaciones y menos dependencia del consumo doméstico interno.
3. **Estabilización del sistema financiero** que permita de nuevo fluir el crédito entre las familias y empresas. Las medidas están centradas en la recapitalización y saneamiento del sector y en un mayor control sobre el mismo.

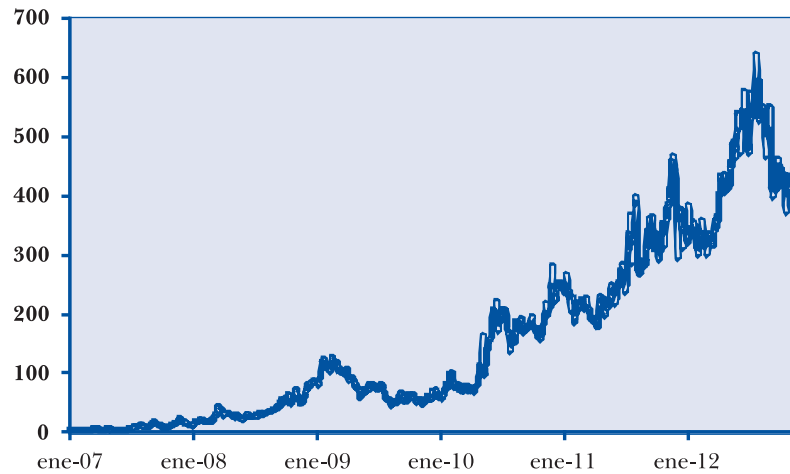
ESTRATEGIA EMPRESARIAL

Las compañías están encontrando un muy difícil el acceso al crédito o, en el mejor de los casos, un crédito excesivamente costoso.

La **prima de riesgo**, que marca el diferencial entre los bonos español y alemán a 10 años, se ha disparado desde inicios de 2010, llegando a alcanzar un máximo histórico de 639 puntos en julio de 2012. Una prima de riesgo por encima de los 200 puntos básicos lleva implícita un riesgo moneda (euro) que dificulta mucho la financiación de proyectos en España.

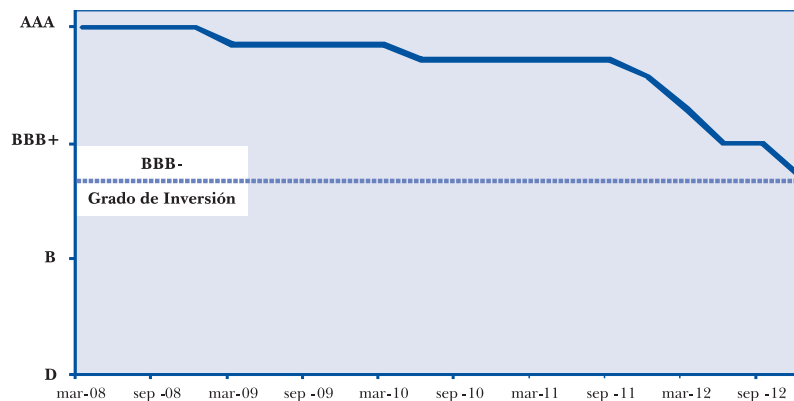


GRÁFICO 4. PRIMA DE RIESGO ESPAÑOLA



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO 5. RATING S&P



Fuente: Elaboración propia.

Las agencias de **rating** por su parte, desconfiadas de la situación española, han venido recorriendo la calificación crediticia de España, estando en estos momentos en BBB+, el límite considerado como grado de inversión de un país.

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**.
- Trabajar en la **mejora de los ratings** del Estado, bancos y empresas.

Por su parte, las empresas han de continuar con el arduo **proceso de desapalancamiento** iniciado al comienzo de la crisis. Este proceso, lento y exigente, está siendo llevado a cabo con éxito por las compañías españolas y se prevé que en 5 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.
- **Reducción de costes**, tanto operativos como de inversión.

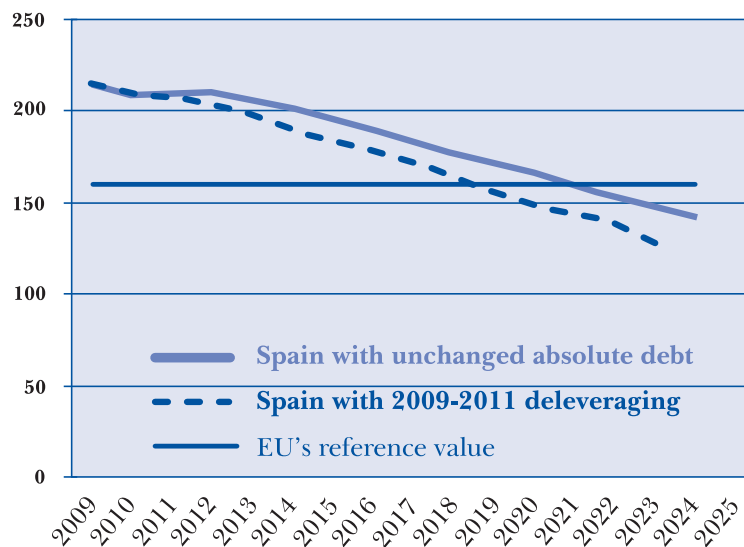
En este entorno financiero tan restrictivo, a la par del proceso de desapalancamiento, las compañías están también tratando de **diversificar sus fuentes de financiación**.

Históricamente, las empresas españolas han sido muy dependientes de la financiación bancaria. Ante la dificultad de acceder al crédito ban-

cario, existen dos líneas de trabajo muy importantes además de complementarias:

- Mejorar el acceso a los **mercados de capitales** (lastrados por los ratings actuales del Estado) y a la **financiación de proyectos** (negativamente afectada por la escasez de crédito). Existen en los últimos tiempos importantes bolsillos de liquidez con necesidad de acometer inversiones pero sin los recursos necesarios para hacerlo al ritmo deseado.
- Búsqueda de **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.

**GRÁFICO 6. RITMO DE DESAPALANCAMIENTO (SECTOR PRIVADO)
DEUDA DEL SECTOR PRIVADO (% DEL PIB)**



Fuente: Deutsche Bank.



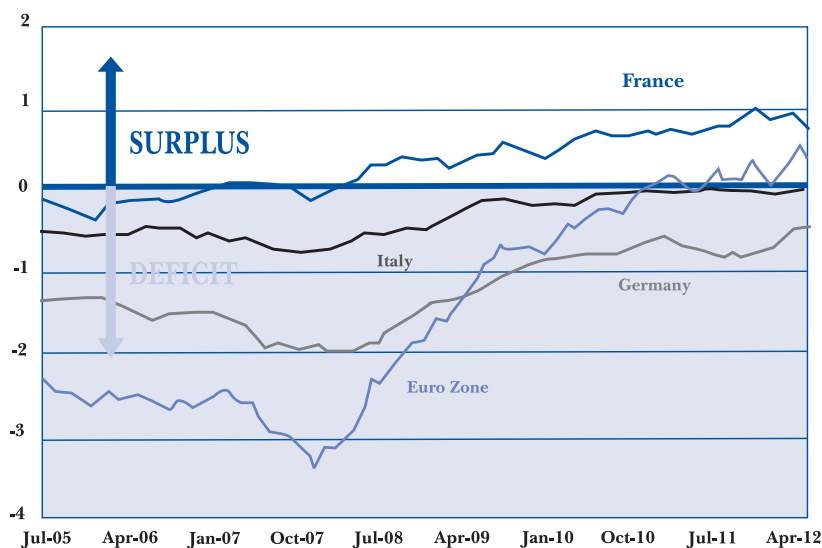
EVOLUCIÓN DE LA CRISIS

A pesar de la duración de la crisis y de la dureza de la misma, se están empezando a observar algunos **síntomas de recuperación**, principalmente a través de la **balanza por cuenta corriente**, cuyo **equilibrio** se espera alcanzar en **2013** (en el año 2008 teníamos un déficit con el exterior del 10%).

Esta mejora se debe al descenso de las importaciones por la caída de la demanda interna y al incremento de las exportaciones y lleva implícitas otras dos noticias positivas:

- Desde el año 2010 España cuenta con una **balanza comercial positiva** con el resto de países de la **eurozona**.

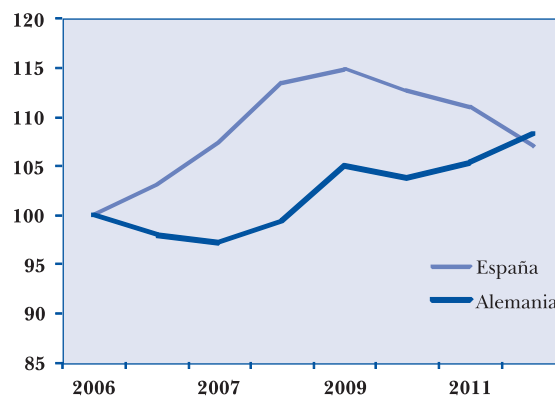
GRÁFICO 7. SALDO COMERCIAL DE ESPAÑA CON LA EUROZONA



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad.

- El **coste de la mano de obra** se ha **reducido** más de un 12% desde su pico en 2009, lo que está permitiendo a las empresas españolas ser más competitivas.

GRÁFICO 8. COSTE DE LA MANO DE OBRA



Fuente: Banco de España.



Es de esperar que España continúe con su recuperación y que las reformas estructurales adoptadas o en marcha comiencen a surgir efecto en el corto plazo. Estas reformas generarán, de

acuerdo con el Deutsche Bank, un potencial de crecimiento del PIB similar al de países como Francia o Alemania y mayor al de Italia.

GROWTH POTENTIAL BY THE END OF THIS DECADE

	Spain	Italy	France	Germany
Change in working age population	0,2	-0,2	0,0	-0,6
Change in employment ratio	0	0,4	0,1	1
Change in productivity	1,2	0,1	1,2	1,2
POTENTIAL GDP GROWTH	1,4	0,3	1,3	1,6

Fuente: Deutsche Bank.



ESTRUCTURA FINANCIERA EMPRESARIAL Y CICLO ECONÓMICO

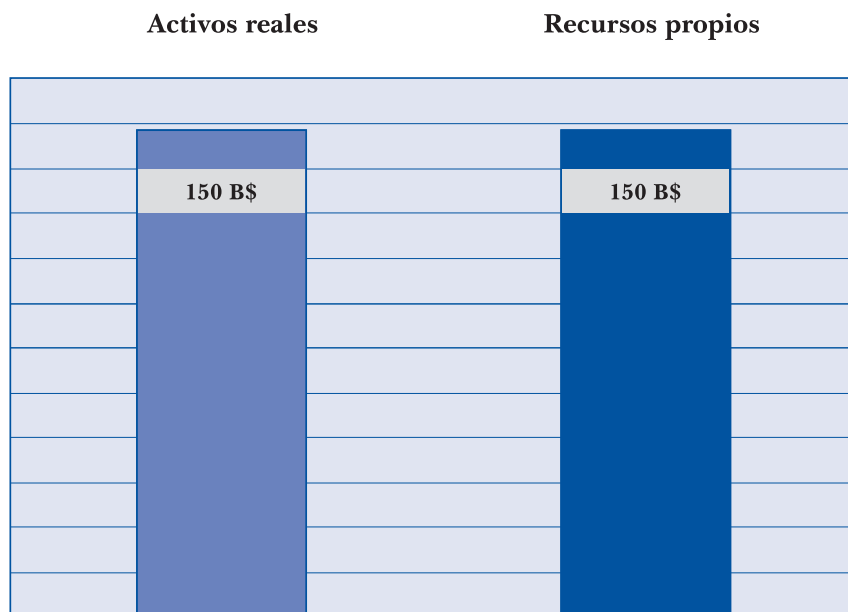
Ignacio Gómez Montejo.
ICR

1. En un momento –finales de 2012– en el que numerosas voces insisten en la conveniencia, o incluso la necesidad imprescindible, de proceder a una gran reducción del endeudamiento («desapalancamiento») de casi todos los agentes económicos en muchos países desarrollados, y muy en particular en España, el propósito de este artículo es aportar algunas reflexiones sobre este proceso en las empresas españolas, tras examinar las principales cifras relevantes y los principios aplicables. Dada la confusión que existe sobre algunos aspectos, parece necesario comenzar por exponer algunas facetas de la situación, muy sencillas, pero que se omiten generalmente en los medios de comunicación y otros textos divulgativos, lo que ha contribuido a crear un estado de opinión bastante desajustado a la realidad.

2. El proceso de creación de riqueza (capital físico) y su medida se ven a veces oscurecidos porque en una economía moderna el desarrollo del sector financiero hace que existan numerosas relaciones de propiedad que son intermediadas por una cadena de varios instrumentos financieros: por ejemplo una planta de producción de cemento en, digamos, Australia, puede ser pro-

iedad de una sociedad cuyas acciones son adquiridas por un creador de ETFs que forman parte, tras ser apalancados con deuda, de la cartera de un *hedge fund*, algunos de cuyos partícipes son fondos de *hedge funds* que a su vez gestionan el patrimonio de un fondo de pensiones británico cuyos beneficiarios finales son personas físicas, quizás los empleados de una gran compañía inglesa. Este, bastante reciente, proceso de multiplicación (en el caso referido, por cinco) de los activos financieros que intermedian un mismo activo real es el que hace que en las economías modernas el volumen de instrumentos financieros crezca más deprisa que el PIB nominal, y que por tanto cualquier ratio entre unos y otros casi siempre muestre una tendencia al crecimiento que en sí no tiene nada de preocupante, contrariamente a los alarmistas comentarios en ese sentido. Esta mala comprensión de la situación se agrava cuando se olvida que el activo financiero de un agente es un pasivo financiero de otro agente, y que por tanto, en una visión global consolidada, su suma a precios de mercado, para todo el mundo, es nula:

BALANCE CONSOLIDADO DEL MUNDO



Fuente: Estimación simplista en base a datos de riqueza neta / PIB.

El gráfico anterior intenta mostrar de forma muy simplista este hecho, y aunque las estimaciones de riqueza neta son extremadamente crudas ($\pm 30\%$), puede afirmarse que nunca en la historia de la humanidad, ni tampoco de la inmensa mayoría de las naciones, el stock neto de capital físico por persona ha sido mayor que en la actualidad; y evidentemente la Tierra no tiene ningún endeudamiento con el resto de la galaxia. Algo parecido se puede decir de la interrelación financiera de los tres sectores básicos de una economía (familias, empresas y AAPP), cuya situación normal es que el primero tenga superávit frente a los otros dos, y por tanto la deuda de éstos frente a las familias crezca de forma continua.

Los problemas derivados de este proceso de intermediación financiera de la economía no provienen del aumento en sí del volumen de estos activos y pasivos, sino de que en ocasiones (burbujas o depresiones) su valor de mercado se aleja del real, y ello da lugar a distorsiones que inducen comportamientos inapropiados por los agentes, y en particular a decisiones de consumo o inversión

erróneas cuya corrección origina oscilaciones indeseables del sentimiento y, en consecuencia, de las principales magnitudes de las economías.

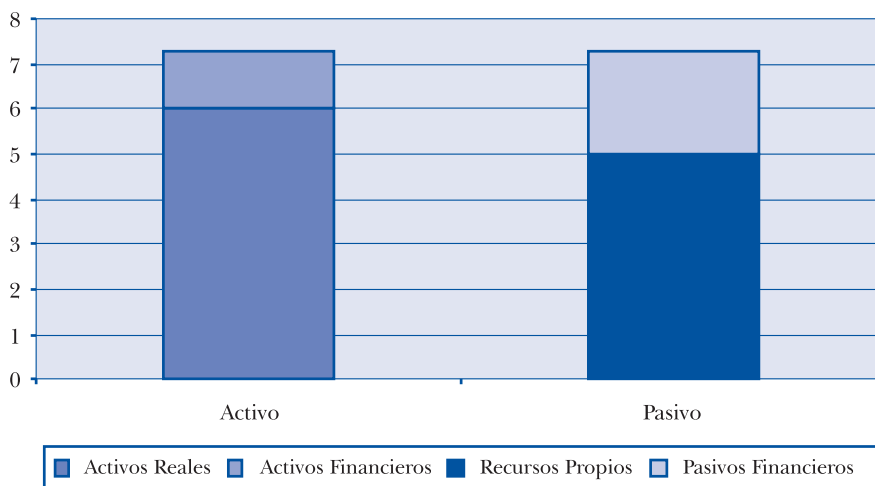
3. Además, algunos de los agentes en particular sí que podrían estar excesivamente endeudados; incluso países enteros podrían teóricamente haber incurrido en esta situación, que por cierto no fue inhabitual entre países muy pobres dependientes de capitales exteriores, sobre todo en los años 1970-90. Pero para hacer este juicio hay que ver las dos caras del balance, y no sólo el pasivo, que como hemos indicado en tiempos recientes ha tendido a crecer más deprisa que el PIB. Por centrarnos en el caso español, es posible construir un balance consolidado del país (incluyendo economías domésticas, empresas financieras y no financieras, y administraciones públicas) a partir de varias publicaciones del Banco de España, en particular las cuentas financieras de la economía y la encuesta financiera de las familias. Este modesto ejercicio –en el que de nuevo los márgenes de error son sustanciales, pero no lo sufi-



ciente como para invalidar las conclusiones— arroja las cifras que se indican a continuación; debemos indicar que la estimación del valor del

parque de viviendas se ha corregido en casi un 50% sobre los datos de la EFF para tener en cuenta los efectos de la burbuja inmobiliaria.

ESPAÑA: BALANCE DE FAMILIAS, EMPRESAS Y AAPP (Bill. €)

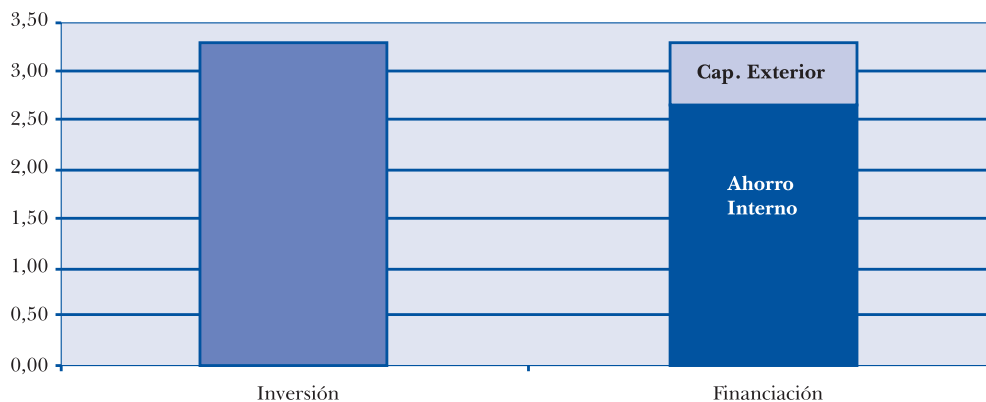


Fuente: Elaboración propia sobre datos BdE.

Las cifras muestran de forma evidente que la tan repetida frase en ciertos medios de comunicación «*the overindebted Spanish economy*» es una grotesca exageración, sobre todo al comprobar que el coste total neto de ese *overindebtment* es el 3% del PIB, cifra que no sólo incluye intereses de la deuda, sino dividendos

y cualquier otro tipo de rentas del capital. Un ejercicio paralelo, que lleva a la misma conclusión, consiste en desglosar entre el ahorro interno y el recurso a capitales exteriores la financiación de las inversiones realizadas; a continuación se muestra este detalle para los últimos 12 años:

ESPAÑA: AHORRO FRENTE A INVERSIÓN 2000/2011 (Bill. €)



Fuente: Elaboración propia sobre datos INE y BdE.



4. El desglose de esta situación entre los agentes económicos, y sobre todo, entre sus subsegmentos, es el que podría apuntar a ciertos colectivos en los que existan problemas de sobreendeudamiento, así como las posibles medidas para corregirlo. Esta nota se refiere principalmente a las empresas, y en ellas nos centramos a continuación.

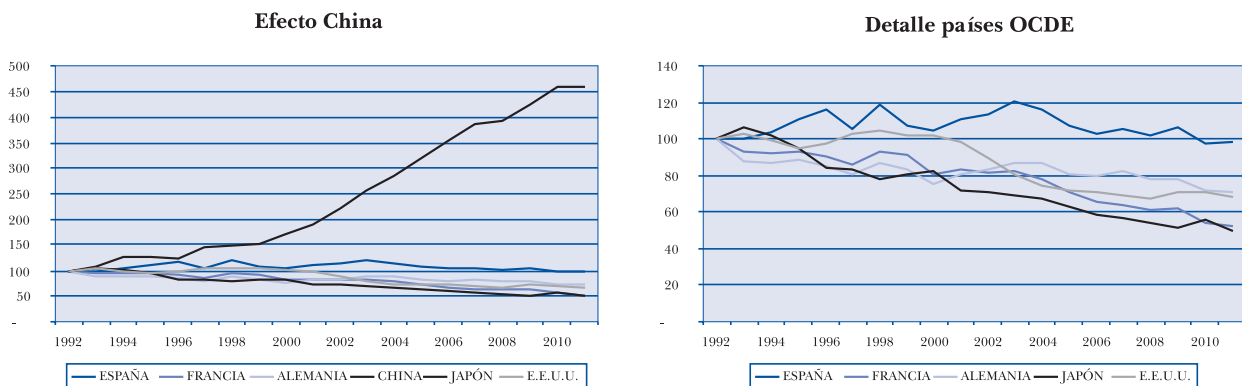
5. Evidentemente la estructura financiera adecuada de una unidad económica es función de muchos factores, y, dada la intensa crisis de la economía española, es necesario comenzar el análisis profundizando un poco en la situación competitiva de las empresas. Esto es particularmente relevante porque desde muchos foros se viene repitiendo que las empresas españolas han perdido competitividad desde la creación de la moneda única, debido al mayor aumento de los costes laborales unitarios, y que por tanto son necesarios varios años de ajuste de rentas o «devaluación interna» para restaurarla.

Esta afirmación probablemente sea cierta para algunas de las industrias fuertemente sindi-

calizadas, que son la minoría; en el resto de la economía, que es más del 90%, es muy probable que la conclusión sea incorrecta, por la dificultad de medir adecuadamente los incrementos de productividad (y por tanto de los CLUs), especialmente en servicios. Ello ha podido producir algunas distorsiones en ciertos indicadores, en particular por el intenso proceso de sustitución de empleados («caros» por «baratos») que ha tenido lugar en la última década, y que ha dado lugar a una gran dificultad de medir la variación de costes salariales efectivos a través de los convenios colectivos. Como prueba de lo anterior está la simple constatación de que en varios años del *boom* anterior a la crisis el crecimiento aparente de la productividad del trabajo fue negativo, hecho que contrasta con la experiencia real vivida en las empresas.

En esta situación creemos que un mejor enfoque para medir la competitividad de una economía es la evolución de la cuota de sus exportaciones sobre el total mundial, y esto arroja una imagen bien distinta de la economía española:

CUOTA DE EXPORTACIÓN

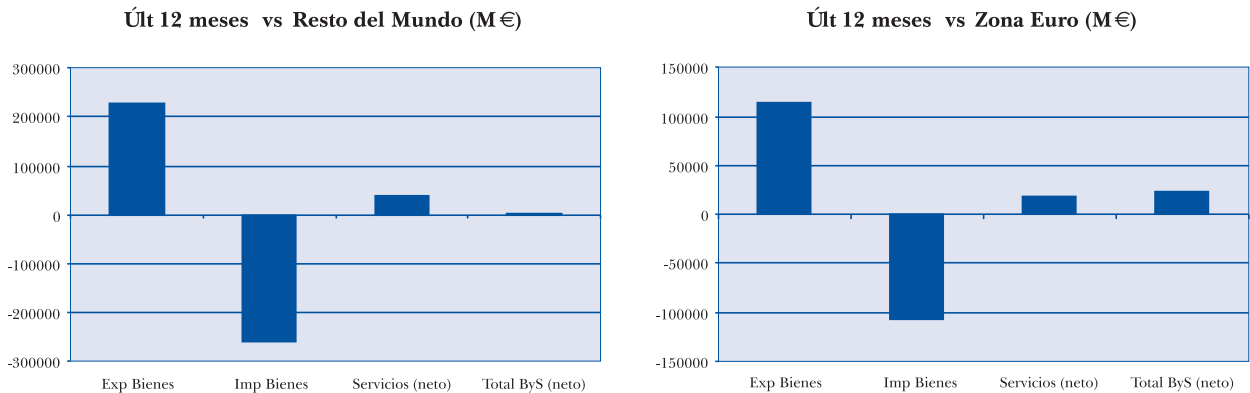


(Base 1992 = 100)

Fuente: WTO.

La misma conclusión se alcanza observando que España registra un gran superávit (del orden de 3 puntos de PIB) en el comercio de bienes y

servicios con la eurozona, lo que parece difícil de explicar en una hipótesis de pérdida de competitividad.

**ESPAÑA: BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS**

Fuente: Aduanas, Banco de España.

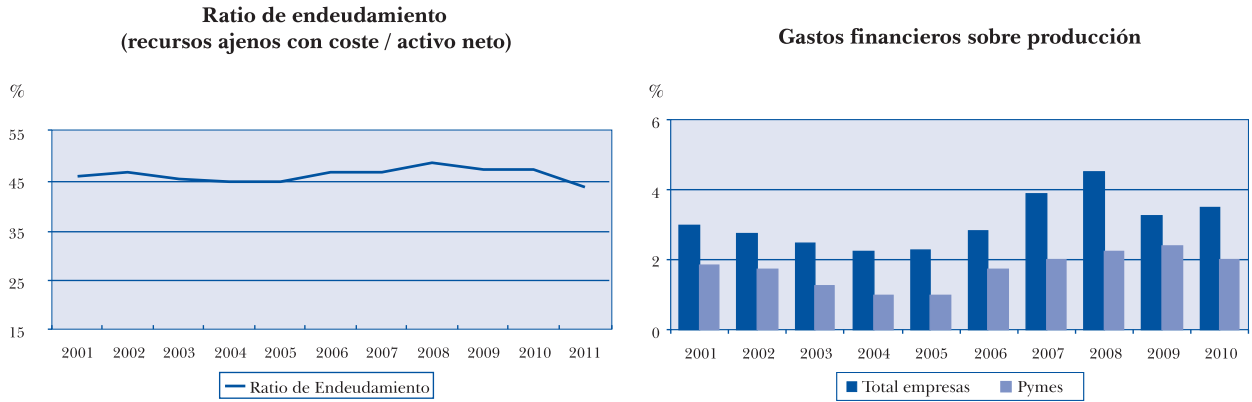
6. Entrando en el análisis de la estructura financiera de las empresas, y dado que no parece haber problemas de competitividad de orden general, la necesidad de un «desapalancamiento» generalizado sólo tendría sentido en el contexto de un previo sobreendeudamiento, una carestía relativa de la deuda frente al capital-acciones, o una fuerte restricción del crédito. Desgraciadamente este tercer factor sí ha venido ocurriendo durante el período mediados 2010 a finales de 2012, debido a la pésima situación de solvencia de la banca y a la mala gestión de crisis realizada por nuestras autoridades económicas, tanto españolas como de la eurozona. Pero entendemos que este período de desorientación, puntuado por pánicos ocasionales, está a punto de finalizar con la reestructuración del sistema bancario español y la decisión del BCE de dar apoyo ilimitado a los países soberanos solventes. Por ello enfocamos el análisis primero en la estructura actual, y después en el coste relativo de los recursos, para llegar a algunas conclusiones.

7. No disponemos de datos recientes y completos sobre la situación financiera del conjunto de las empresas españolas, por lo que debemos basarnos en información algo antigua (Central de Balances de 2010) o fragmentaria, pero dado que estas magnitudes cambian de forma bastante lenta, creemos que la imagen general que se desprende de ella es suficientemente real.

En primer lugar hay que señalar que la situación económica es, como es bien sabido, muy mala, y no sólo en los sectores impactados directamente por la burbuja inmobiliaria (banca e inmobiliarias) sino en todo el tejido económico español, como es lógico en una coyuntura en la que el PIB ha caído más de un 7% desde su máximo de 2008; pero ello no ha repercutido excesivamente en la estructura financiera de las empresas en la medida en que éstas han reaccionado inmediatamente recortando o aplazando inversiones, mejorando la gestión de su circulante, reduciendo o suprimiendo el dividendo y a través de otras medidas.

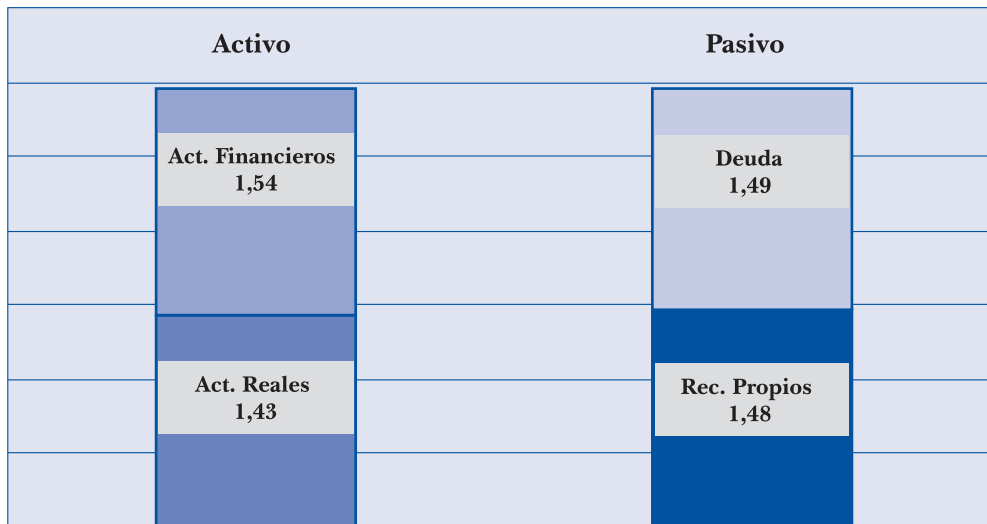


EMPRESAS ESPAÑOLAS: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO



Fuente: BdE Central de Balances 2010.

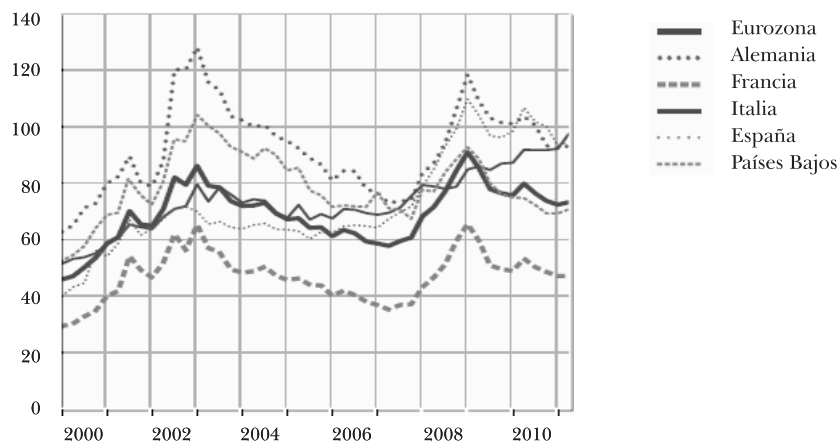
EMPRESAS ESPAÑOLAS: BALANCE AGREGADO (Bill. €)



Fuente: BdE Cuentas Financieras 2010.

En comparación con otros países de la zona euro, el indicador de endeudamiento medio de las empresas españolas parece algo elevado, pero

no de forma preocupante, y en todo caso se encuentra próximo a las cifras de países como Alemania.

**EMPRESAS DE LA EUROZONA: DEUDA FINANCIERA / RECURSOS PROPIOS (%)**

Fuente: ECB.

8. Tras estas premisas, conviene recordar someramente la teoría financiera respecto al tema que nos ocupa, no tanto porque sus recomendaciones sean apropiadas al momento actual, sino porque proporciona el marco conceptual para razonar de forma inteligente. Miller y Modigliani (M&M) demostraron en 1958 que –en ciertas condiciones ideales– la estructura financiera es irrelevante para la valoración de una empresa, o en otras palabras, que es imposible crear valor para los accionistas o acreedores de una empresa modificando su estructura financiera. Todos sabemos que esto no es así en el mundo real, y por ello lo relevante para nuestro análisis es comparar las premisas usadas por M&M con la realidad para deducir el curso de acción apropiado para una empresa que desee captar capital para abordar un proyecto, o simplemente desee optimizar su balance.

- La primera premisa es la neutralidad fiscal entre deuda y recursos propios. Esto, como es bien sabido, no ocurre en casi ningún país desarrollado, y ciertamente no en España, donde los mecanismos para evitar la doble tributación de los dividendos son insuficientes. Ello ha llevado a muchos agentes económicos en todo el mundo (por

ejemplo, muchas firmas de las firmas de *private equity*) a crear valor para los accionistas a costa del contribuyente por el simple expediente de endeudar al máximo a sus participadas. Por la misma razón en EEUU los *buy backs* (recompra de acciones propias para amortizarlas) se han convertido en una importantísima forma de retribución al accionista; el importe previsto para este año de estas operaciones excede los 300.000M\$. En el contexto español, la no neutralidad fiscal sería, en principio, una razón para aumentar, no para disminuir, el grado de endeudamiento de las empresas, ya que como hemos visto, éste no se encuentra en una situación límite.

- La segunda premisa es la eficiencia de los mercados, es decir que las cotizaciones de los distintos instrumentos reflejan correctamente las expectativas. Esta hipótesis, que fue casi un axioma en la época en que se creó la moderna teoría financiera, se ha mostrado errónea, lo cual es el punto clave en el tema que nos ocupa, como veremos a continuación.
- Y la tercera premisa, relacionada con la anterior, es la inexistencia de riesgos

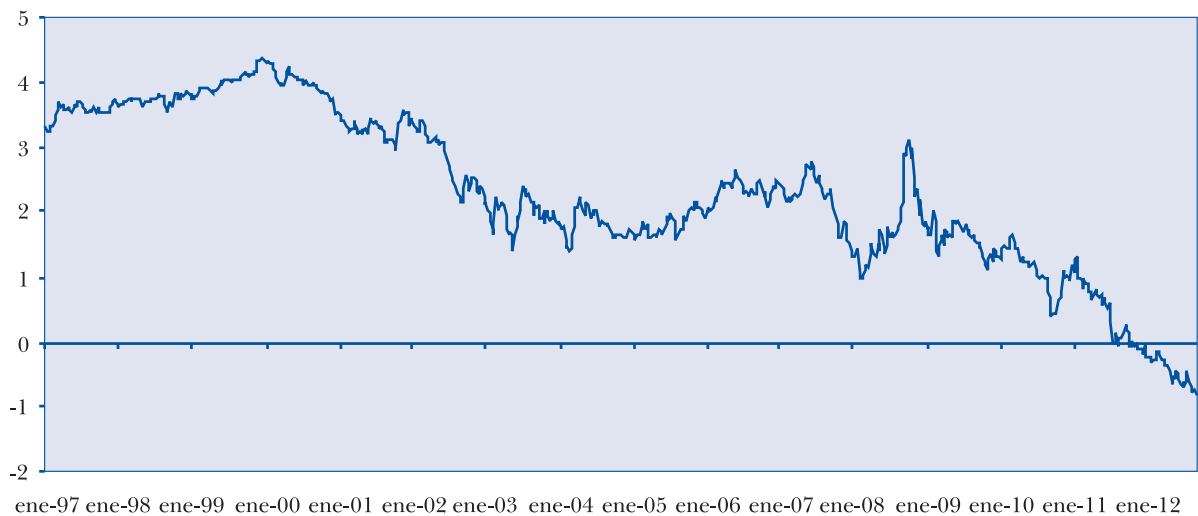


extremos (*tail risks*) que den lugar a pérdidas no lineales en situaciones como por ejemplo la liquidación de una empresa. También esta premisa es errónea, y de forma muy relevante en el momento actual, dado que el precio de muchos activos financieros españoles recoge, creemos que de forma extremadamente exagerada, el riesgo de insolvencia del Estado español, y de la consiguiente salida de España del euro y por tanto de impagos

generalizados de los compromisos denominados en esa moneda.

9. Estas consideraciones nos conducen a analizar el grado de distorsión existente en los precios de diversos activos financieros, a fin de aprovechar estas ineficiencias para optimizar la estructura financiera. Y para ello lo primero es señalar la anomalía extrema en el tipo sin riesgo, que es la base para la formación de precios de los diversos activos.

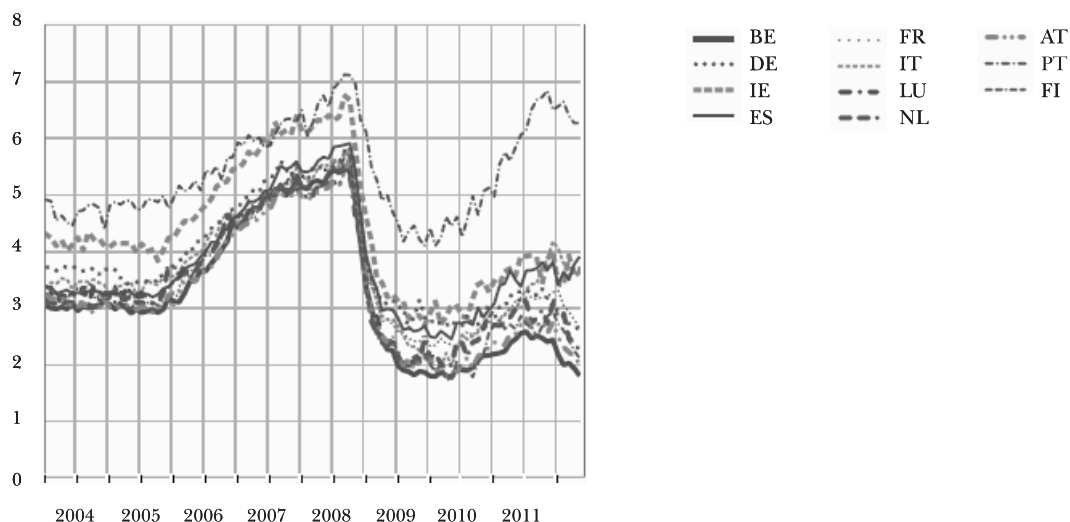
TIPOS DE LOS TIPS GENÉRICOS A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg.

La persistencia de tipos reales negativos es claramente una situación anormal, tanto desde el punto de vista histórico como conceptual. No es propósito de esta nota intentar explicar su causa (aunque sin duda en parte se debe a la extraordinaria depresión de la demanda agregada en el mundo) sino poner de relieve que este nivel tan bajo del tipo sin riesgo podría tener su contrapartida en primas de riesgo excesivas en los otros elementos del coste de capital para las empresas; de lo contrario sería un factor más para estimular la captación de capital para la realización de proyectos en lugar de desendeudarse.

10. Efectivamente, la comparación de los tipos de interés efectivamente pagados por las empresas en la zona euro pone de relieve que la «prima España» derivada de la situación de la deuda soberana y del *tail risk* antes mencionado es bastante elevada, del orden de 2 a 3 puntos porcentuales. Esta es precisamente la razón por la que el BCE planea sus OMTs, ya que el pánico actual hace imposible la implementación de una política monetaria común en la eurozona. El propio BCE estima en unos dos puntos porcentuales la prima, mientras que los CDS bancarios y otros indicadores puntuales apuntan a cifras un poco más elevadas.

**% TIPO MEDIO DE INTERÉS DE NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS**

Fuente: ECB.

Para una empresa mediana, sin acceso a los mercados de renta fija y dependiente de un crédito bancario extremadamente limitado (dado que los bancos se han visto obligados a contraer su balance por la fuga de depósitos consecuente al pánico) el sobrecoste puede ser aún mayor.

11. En las bolsas, no obstante, la situación parece más matizada: aunque el comportamiento relativo del IBEX frente a la zona euro ha sido malo en los últimos 5 años (unos 2 puntos por año), ello se puede atribuir en parte a una mera corrección de la sobre rentabilidad de años anteriores (en los últimos 10 años la bolsa española ha tenido un comportamiento muy superior a la del resto de la eurozona), en parte al mayor peso de ciertos sectores en este índice y en parte a los muy malos resultados de las empresas españolas en 2010/12 que ya hemos comentado. Pero centrándonos en una situación supuestamente normalizada en 2013, las valoraciones relativas (y por tanto el coste de capital implícito) parecen muy similares:

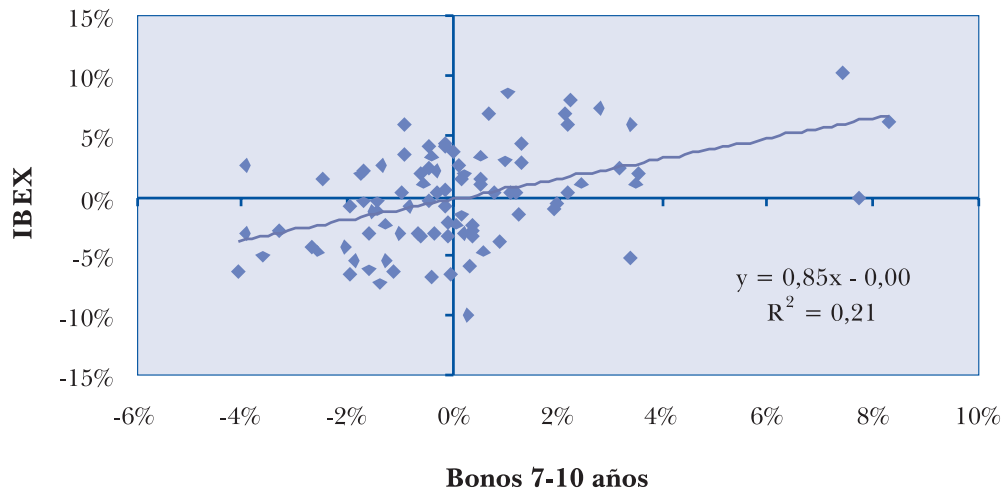
	IBEX	Eurostoxx 50
P/E	9,7	9,6
P/VC	0,99	1,05
Div. Yield	5,0%	4,8%
RoE	15,8%	14,2%

Fuente: Bloomberg, Estim. 2013.

Una conclusión similar, desde otro punto de vista, se obtiene calculando la regresión de las rentabilidades del IBEX frente a las de la deuda pública española en el último año, con datos semanales. Como se observa, la correlación es baja, y existen varios datos semanales en los que un súbito aumento de la confianza en la deuda no se ha acompañado de una fuerte alza del IBEX, o viceversa; en otras palabras, el sobrecoste de la deuda no se corresponde con un sobrecoste del capital – acciones:



RENTABILIDAD SEMANAL (NOV. 11 - OCT. 12)



Fuente: Bloomberg.

Hay dos posibles explicaciones a esta desconexión: la primera es que la duración (en el sentido de Macaulay, es decir, la distancia temporal al centro de gravedad de los flujos futuros actualizados) del IBEX, o de una acción en general, es muy superior a la de un bono, al menos tres veces superior, lo que implica que la bolsa, o el inversor en acciones en general, puede «ver más allá» de la crisis y por tanto aplicar una prima de «riesgo España» mucho menor. Y la segunda es que la deuda no está protegida de inflación y las acciones sí, al menos en el muy largo plazo, porque los activos subyacentes son reales. En efecto, en un contexto en el que el mercado aprecia un *tail risk* de ruptura del euro, impagos, y fuerte inflación posterior, esta protección a largo plazo es un factor clave para aplicar primas de riesgo a la bolsa (o a las acciones en general) muy inferiores relativamente a las de la deuda, ya sea soberana o corporativa.

12. En suma, podríamos resumir todo lo anterior en lo siguiente:

- España, en su conjunto, no está excesivamente endeudada.
- Las empresas españolas son, en promedio, competitivas; no es necesaria ninguna «devaluación interna».

- La crisis ha dañado muy seriamente su rentabilidad, pero no ha desequilibrado en exceso su balance, al menos hasta ahora.
- El coste de capital en el mundo está en mínimos históricos por el exceso de «ahorro deseado» (*intended savings*).
- La excepción de lo anterior son los países de la eurozona con problemas de credibilidad de su deuda soberana, cuyas primas de riesgo son muy altas por la percepción exagerada de riesgo de ruptura del euro.
- El sistema fiscal español, al igual que la mayoría, penaliza la financiación con acciones frente a la deuda.
- Pero las distorsiones derivadas de la crisis son mucho mayores en deuda que en bolsa.
- Por ello las empresas deben reorientar su financiación a:
 - i. Emitir capital con preferencia a deuda, quizás con un horizonte limitado y reversible, planeando *buy backs* cuando el pánico actual se corrija.
 - ii. Emitir fuera de España si posible, cuando la existencia de filiales exteriores lo permita, vía ya utilizada por varias de las mayores empresas cotizadas para evitar la «prima España».



PATRONES FINANCIEROS PARA PYMES EN EXPANSIÓN

José Luis Crespo Espert.
Profesor Titular de Economía Financiera

Fernando Crecente Romero.
Profesor Ayudante Doctor de Organización de Empresas
Instituto de Análisis Económico y Social (IAES). Universidad de Alcalá

1. CARACTERÍSTICAS DEL PATRÓN FINANCIERO DE LA PYME

La importancia de la Pyme en la economía española se manifiesta tanto en su alta presencia en el tejido empresarial como por el porcentaje que representan del empleo y el valor añadido que generan. Sin embargo, el acceso a las fuentes de financiación le resulta un problema mayor que a las grandes empresas. Esta situación es especialmente grave porque la financiación propia, el crédito bancario (préstamos, pólizas de crédito, líneas de descuento, etc.) y el crédito comercial son prácticamente las únicas fuentes de financiación a las que puede recurrir. La posibilidad de emitir deuda, a corto o a largo, o capital en los mercados les está prácticamente cerrada (Crecente, 2011). Esto supone una fuerte limitación en cuanto a los recursos que pueden obtener para afrontar su supervivencia y, en su caso, crecimiento, expansión o consolidación.

La Pyme obtiene los recursos propios únicamente vía retención de beneficios o por la aportación del empresario o de un pequeño grupo de socios. La cantidad de la que se puede disponer por estos cauces está limitada por el tiempo de supervivencia de la empresa y por los patrimonios personales de los socios, lo que siempre es una importante restricción, que se agudiza en microempresas y pequeñas empresas.

En la obtención de financiación bancaria tienen poco poder de negociación y deben aceptar las condiciones en que se le ofrece. En este caso, el volumen de financiación obtenido también está condicionado por el volumen de recursos propios y por las garantías que los socios puedan aportar a favor de la empresa. Tanto unos como las otras, en última instancia, respaldan los compromisos con los acreedores. Por ello, dentro del conjunto de las Pymes, el tamaño condiciona tanto en el volumen de recursos que pueden obtener como en el coste y a los plazos al que los consiguen. Cuanto menor sea el tamaño menor crédito, mayor coste y plazo menor. El coste superior y el plazo menor se deben a que los proveedores de financiación evalúan un riesgo mayor cuanto menor tamaño tiene la empresa.

Las condiciones en las que se consigue la financiación se añade como una dificultad más para su crecimiento y expansión a la hora de enfrentarse a la competencia con empresas de superior tamaño. El menor volumen relativo de crédito que obtienen y el menor plazo, además de hacer más frágil la estructura económica financiera de la empresa, le supone una restricción a la hora de poder acometer proyectos de inversión. En concreto, hace que el fondo de maniobra pueda ser menor de lo que sería recomendable y que se tengan que rechazar aquellos proyectos que precisen inversiones mayores y en



los que su plazo de recuperación sea mayor, aunque el *cash flow* generado a lo largo de un periodo más largo permitiera hacer frente a los costes y a la amortización de la financiación. Por tanto, cuanto menores sean las empresas más se inclinarán a sectores de actividad que requieran menores inversiones y plazos de recuperación más cortos. Se reservará para las medianas y grandes empresas aquellos sectores en el que los proyectos requieran mayor plazo pero proporcionen mayor rentabilidad. Por estas razones, para una mayor eficiencia de la economía es necesario favorecer el crecimiento y expansión de las Pyme y abrirles el acceso a nuevas fuentes de financiación no bancaria.

No obstante, la banca al financiar a la Pyme se convierte en un aliado valioso, no sólo por los fondos que le proporciona si no por el propio significado para terceros que tiene el haberle concedido esos fondos. La financiación que se obtiene de las entidades de crédito se produce después de que esta someta a una rigurosa evaluación los planes de negocio o proyectos de inversión que pretendan realizar emprendedores o empresas (Fernández de Lis y Rubio, 2011). Este análisis en el caso de las Pyme aporta un valor añadido, de esta forma cuentan con una opinión externa, con gran experiencia e interesada en el buen fin de la operación y, por ende, en la viabilidad económica de la empresa. Esto se convierte también en una señal informativa positiva para terceros y puede facilitar a la empresa captar nuevos socios o ganarse la confianza de nuevos proveedores y clientes.

Ya sea en la Pyme o en la gran empresa, tanto la financiación propia como la financiación ajena bancaria tienen un coste implícito o explícito superior a la financiación ajena obtenida en los mercados. Dentro de sus posibilidades de financiación, los fondos propios tienen un coste financiero implícito, que no se debe olvidar, superior al coste explícito de la financiación bancaria. Este mayor coste es debido al desfavorable tratamiento fiscal que tiene la remuneración de la financiación propia frente a la ajena y al mayor riesgo que comporta ser accionista que acreedor de una empresa. Por el contrario, los recursos propios

tienen la ventaja de no hacer que la empresa se enfrente necesariamente a un estricto calendario de salidas de tesorería. En la financiación bancaria se debe cumplir con los pagos periódicos por intereses y la devolución del principal de préstamos y créditos en fechas predeterminadas. No obstante, la remuneración del capital aportado por los socios y las reservas formadas en la empresa deberá también ser remunerada mediante el pago de dividendos o reparto de reservas en un periodo razonable de tiempo, de tal forma que los socios no liquiden su participación o incluso terminen con la actividad económica de la empresa.

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.

No obstante, en la Pyme, y especialmente en aquellas en expansión, no es habitual que parte del capital sea reemplazado por deuda. Lo que es más normal es que la empresa cuente con la financiación máxima que sus socios puedan aportar y que a partir de ese montante la empresa capte el mayor volumen de financiación bancaria que le permitan los acreedores financieros. Además, como los fondos propios actúan como garantía frente a terceros, un incremento puede generar un aumento de la capacidad de financiación de la empresa mayor. Nuevas aportaciones de capital tienen un efecto multiplicador porque puede permitir captar nuevos recursos ajenos manteniendo el mismo nivel de apalancamiento. Un incremento de fondos propios también puede incidir positivamente en el montante y condiciones de la financiación comercial otorga-



da por los proveedores y en facilitar la contratación de líneas de descuento de efectos.

Respecto a la financiación comercial, esta es una financiación a corto plazo, de coste implícito y de montante variable. Su plazo depende de las facilidades de pago que otorguen los proveedores, su coste del descuento por pronto pago al que se renuncia al elegir pagar las compras de manera aplazada y su montante del volumen de compras y de la proporción que se deja pendiente de pago. Es una financiación de circulante que en la medida de lo posible, para facilitar el equilibrio financiero de la empresa, debe acompañarse con el montante, coste y plazo de la financiación que otorga la empresa a clientes por facturas y efectos comerciales pendientes de cobro y con la financiación que se obtiene de las líneas de descuento. En esta relación un elemento decisivo es la calidad de la cartera de clientes de la empresa y el correlativo control de su morosidad, factores a tener muy presentes en etapas de expansión de la Pyme. Téngase en cuenta que el pago de las deudas a los proveedores es de obligado cumplimiento según los plazos pactados, por lo que un incremento de la morosidad de los clientes, combinado con un bajo fondo de maniobra, puede llevar a situaciones de falta de tesorería que condujesen a incumplimientos de sus pagos e incluso tener consecuencias más graves. Por esa razón, precisa disponer de pólizas de crédito que le permitan disponer de fondos líquidos ante necesidades puntuales de mayor tesorería.

Ante las precedentes consideraciones, el patrón general de financiación que presenta la Pyme se puede resumir en que es una empresa que cuanto más joven es y menor tamaño tiene, su volumen de capital depende más de las posibilidades patrimoniales del empresario o de un número más limitado de socios. La cuantía de las reservas está condicionada por la corta vida media de las empresas. El riesgo corporativo es también el riesgo de sus propietarios, normalmente aportantes de las garantías que exigen los acreedores financieros. El montante que puede alcanzar de financiación ajena depende más que en las grandes de esas garantías, de la cantidad de recursos propios que inmoviliza y del coefi-

ciente máximo de apalancamiento que le permitan los acreedores. Esto tiene como consecuencia que tienen una proporción de deuda a largo plazo menor que las grandes y una mayor dependencia de la financiación a corto. Disponen, por tanto, de un menor fondo de maniobra, pudiendo llegar a ser negativo, cuanto menor es su dimensión y más reciente es su creación y el coste financiero que soportan es mayor cuanto más joven y de menor dimensión es la empresa. Por tanto, el sector en el que desarrollan su actividad debe caracterizarse por requerir inversiones con plazos de recuperación más cortos cuanto menores son las empresas.

En general, como se ha indicado, queda fuera del patrón general de financiación la posibilidad de acudir a los mercados para obtener recursos financieros a título de capital o a título de deuda, lo que lastra su crecimiento y expansión. Esto afecta a la Pyme de varias formas. En primer lugar, no pueden aprovechar para su expansión un tipo de intermediación financiera que les proporcionaría recursos más baratos. Acudir directamente a los inversores para pedir fondos le evitaría tener que pagar la parte correspondiente del margen financiero de intermediación que requiere la banca por su labor y riesgos asumidos. En segundo lugar, la emisión de deuda en el mercado les permitiría diversificar sus fuentes de financiación y aumentar su base de acreedores. Evitaría que los aportantes de fondos fueran sólo una o unas pocas entidades bancarias, restándoles poder de negociación, especialmente a la hora de refinanciar sus deudas. En tercer lugar, la emisión de capital permitiría acceder a la posibilidad de incrementar los fondos propios al poder llegar a una mayor cantidad de inversores fuera del círculo fundador. Esto no tendría que poner en peligro el poder del pequeño grupo de control de la empresa y puede tener, como se ha explicado, un efecto inducido positivo en el reforzamiento de la estructura financiera y de inversión la empresa. La obtención de capital permite obtener más financiación ajena a largo plazo. Además, la emisión de valores y posterior cotización de estos en el mercado secundario proporciona a las empresas en expansión o con-



solidadas un mayor conocimiento por la sociedad y un mayor prestigio ante clientes y proveedores. En definitiva, los principales condicionantes del patrón de financiación de la Pyme es su baja capitalización y prácticamente no poder emitir capital o deuda en los mercados. Por tanto, abrir nuevos patrones de financiación de la Pyme, particularmente en aquellas en expansión, exige rebajar las barreras que les dificultan el acceso a fondos propios y a realizar emisiones en el mercado.

2. RESTRICCIÓN CREDITICIA Y ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Ante las características, posibilidades y limitaciones expuestas del patrón financiero de la Pyme hay que pensar en aquellas propuestas, que en el contexto actual de restricción crediticia, puedan ayudar a estas empresas a llevar a cabo el papel que tienen encomendado: ser el motor que permita recuperar un mayor nivel de actividad económica, creación de riqueza y empleo y, en definitiva, comenzar a abrir el camino para la recuperación económica.

Para poder explorar propuestas es necesario conocer las causas que explican la restricción crediticia y las consecuencias de que se prolongue en el tiempo. Entre las causas se encuentra el elevado nivel de endeudamiento privado y público de la economía, en donde las entidades bancarias, por su propia naturaleza, están elevadamente apalancadas e interrelacionadas entre sí. Este endeudamiento obliga a afrontar calendarios de pagos de principal e intereses por voluminosos importes y que deben ser refinanciados. A ello se le une el posible «efecto expulsión» o «*crowding out*» de la deuda pública y el menor acceso a los mercados de financiación internacional y el consecuente encarecimiento del coste de financiación, con una elevada prima de riesgo (Crespo *et al.*, 2011). Este encarecimiento se debe a una percepción extremadamente negativa, y no plenamente fundamentada, de la solvencia de los sectores empresarial, financiero y del Estado. Todo ello es, en definitiva, consecuencia de una crisis

de confianza que ha afectado incluso al mercado interbancario.

Según los datos proporcionados por el *Boletín Estadístico* del Banco de España (Banco de España, 2012) el volumen de crédito concedido por la banca ha caído el último año un 5,7 por cien, el endeudamiento empresarial se ha reducido un 3,3 por cien (el de los hogares un 3,7 por cien) y la morosidad se sitúa en el 10,5 por cien.

Desde la perspectiva del sector bancario la restricción crediticia está justificada por la necesidad de una mayor cautela en los procedimientos de análisis de los riesgos a la hora de otorgar nuevos créditos y préstamos a la Pyme. A lo que hay que añadir un imprescindible mayor rigor en la aplicación de modelos para la evaluación y gestión del riesgo de crédito global de las entidades. Estas mayores precauciones en la actividad crediticia se justifican por las peores perspectivas de la coyuntura económica que afecta a los resultados empresariales y el incremento de la morosidad, junto al incremento de la siniestralidad de las operaciones vencidas. No obstante, también se ha producido un descenso de la demanda de crédito ante unas peores perspectivas económicas que provoca una mayor incertidumbre sobre el buen fin de los proyectos de inversión de las empresas.

En esta coyuntura las Pymes son las más afectadas porque, como señala la OCDE en el informe de 2009 titulado *The Impact of Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response* (OCDE, 2009), tienen más difícil reducir el tamaño para adaptarse a una menor financiación, están menos diversificadas, presentan menor capitalización, ratings crediticios más bajos y tienen menos opciones para acceder a los mercados financieros, dependiendo exclusivamente de la financiación bancaria. Estas razones, entre otras, hacen que la crisis haya provocado hasta ahora un elevado número de cierres.

Los efectos de la restricción crediticia sobre el tejido empresarial y social pueden ser peores si la situación se prolonga. Podría llegarse a la depresión de la economía e incluso se podría acompañar de una situación de deflación. La falta de la



principal fuente de financiación de las Pyme incide, como se ha visto, negativamente en la posibilidad de acometer inversiones y, por tanto, en la viabilidad futura de la empresa. Esto incrementa la morosidad, que pone en peligro a otras empresas, y, todo ello, favorece el incremento del desempleo y consecuentemente la disminución del consumo (Díez, 2011). Estas dos últimas consecuencias se ven, asimismo agravadas por el aumento de la presión impositiva en un intento de controlar y disminuir del déficit fiscal. De esta manera se pone en riesgo las perspectivas de futuro de la economía, por la contracción del PIB y de la demanda, con grave repercusión en la sociedad. Por estas razones es imprescindible romper esta situación.

En el presente contexto se hace imprescindible considerar aquellas iniciativas ya existentes que refuerzan la estructura financiera y la liquidez de la empresa: principalmente mediante aportaciones a los fondos propios y por la utilización de apoyos públicos que facilitan la financiación bancaria de la Pyme. Junto a las anteriores, es necesario explorar nuevas propuestas que las complementen y permitan un mayor grado de desintermediación bancaria.

Dentro de las aportaciones a la financiación propia, destacan la posibilidad de cotización de la Pyme en los mercados financieros a través del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la toma de participaciones por fondos o sociedades de capital riesgo (SCR) privados e implicar en la financiación y gestión de las empresas tanto a redes de inversores, mediante la figura de *Business Angels*, como a los trabajadores de las mismas, mediante esquemas de participación financiera de los empleados (PFE) en la empresa. Igualmente importantes son los apoyos públicos dirigidos a reforzar los recursos propios que proporciona la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES, S.A.) y por AXIS, Participaciones Empresariales, sociedad gestora de entidades de capital riesgo (SGEGR) que pertenecen al Instituto de Crédito Oficial (ICO). Junto a las anteriores aportaciones directas al capital también se deben considerar medidas que propicien la auto-

financiación de la empresa por la constitución de reservas y por la posibilidad de amortización acelerada del inmovilizado.

Entre los apoyos públicos para el acceso a la financiación bancaria existen los proporcionados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), el que se facilita a través de los fondos de titulización para Pymes (FTPyme), las garantías para el acceso al crédito que proporciona el sistema de garantías recíprocas y los microcréditos para iniciativas emprendedoras de colectivos menos presentes en la actividad empresarial.

Estas iniciativas deberían tener un desarrollo más amplio. En las circunstancias actuales, sería deseable que pudieran extenderse a un mayor número de emprendedores y empresas y que el volumen fondos que movilizan fuera mayor. El objetivo es paliar los efectos que la destrucción de parte del tejido empresarial tiene (por falta de financiación para la inversión y de liquidez) en el empleo y la competitividad. Dentro de las posibles beneficiarias, debe prestarse especial apoyo a aquellas iniciativas emprendedoras y a empresas de carácter innovador, de base tecnológica (EBT), con alto potencial de crecimiento, exportadoras y las que se encuentran en ramas de actividad generadoras de alto valor añadido.

Las cifras que se muestran a continuación señalan la necesidad de incrementar los esfuerzos en las alternativas existentes de financiación de la Pyme. En el MAB, a septiembre de 2012, cotizaban 21 empresas. El volumen de recursos captados en 2011 por las SCR y SGEGR fue de 2.386 y el volumen de inversión de *Venture Capital*, financiación que beneficia especialmente a la actividad emprendedora en sus fases iniciales (semilla, arranque y otras fases iniciales), alcanzó sólo 208,8 millones de euros y ha caído en 2012 un 24%. La aportación de fondos propios a las Pyme por inversores privados, *Business Angels*, y por los trabajadores, PFE, es aún muy limitada pero tiene un gran potencial de crecimiento. Durante el año 2012, los fondos de titulización de Pymes han dado lugar a la emisión total de bonos por 3.689 millones de euros, de los que se destinan a nuevos créditos y préstamos para



Pymes 2.951,2 repartidos entre 2012 y 2013. En lo que a microcréditos se refiere, la última iniciativa en este sentido ha sido el convenio entre el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad y Microbank para facilitar microcréditos para emprendimientos de mujeres, en concreto, mediante la habilitación de una línea de crédito de 10 millones de euros. En 2011 las sociedades de garantía recíproca formalizaron avales por 1.273 millones, cubriendo las garantías financieras a largo plazo otorgadas por las SGR de más 5.600 empresas. ENISA formalizó 634 operaciones de préstamo participativo por un importe que superó los 90 millones de euros. Tiene distintos programas dirigidos a emprendedores (programas jóvenes emprendedores y emprendedores sociales), a empresas en fase de crecimiento (programas competitividad, expansión y EBT) o de consolidación (programas MAB y fusiones y adquisiciones) y a Pymes innovadoras (destaca el programa Spain Startup Co-Investment Fund). COFIDES contó con una capacidad de financiación de 1.000 millones de euros para la toma de participaciones en capital, instrumentos de cuasi-capital y préstamos a medio y largo plazo destinados a proyectos de inversión en el exterior. AXIS como compañía de capital riesgo, participada al 100% por el ICO, gestiona el fondo FOND-ICOPymes, dotado con 422 millones de euros, que tiene como finalidad el apoyo a Pymes con planes de expansión, en las que se incluyen actividades de innovación internacional, mediante aportaciones de capital y préstamos participativos, en 2011 se ha incrementado su actividad inversora un 42%.

Por su parte, la financiación proporcionada por el ICO es la que mayor volumen tiene, ofrece un mayor abanico de posibilidades y alcanza a un mayor número de Pymes. El ICO durante 2011 realizó 251.000 operaciones de préstamo por un importe de 20.916,8 millones de euros. Ofrece diversas líneas de financiación en colaboración con entidades financieras (líneas de mediación) para acometer inversiones en activo fijo o no corriente, cubrir necesidades puntuales de liquidez, comenzar nuevos negocios, financiar exportaciones, realizar inversiones en el exterior

y apoyar sectores o actuaciones más específicas. Las líneas más importantes para los fines señalados son ICO-Inversión, ICO-GarantíaSGR, ICO-Liquidez, ICO-Emprendedores, ICO-Internalización e ICO-Exportadores. A través de las líneas de mediación en 2011 se formalizaron entorno a 240.000 préstamos por un importe de 16.043 millones de euros, durante el primer semestre de 2012 el importe alcanzado ha sido de 8.322,8 millones de euros. Ofrece, asimismo, otras posibilidades de financiación (estructurada, corporativa, institucional) de solicitud directa al propio Instituto y proporciona avales, a través del Fondo Jeremie, a empresas con proyectos de I+D+i y toma participaciones directas en capital, deuda subordinada y préstamos participativos, mediante el fondo FOND-ICOinfraestructuras (dotado con 1.000 millones de euros), para financiar inversiones en infraestructuras que se desarrollen en los sectores de transporte, energía y medioambiente e infraestructura social y servicios. Además, en 2011 abrió un mecanismo de financiación de pago a proveedores de entidades locales y comunidades autónomas, lo que ha permitido aliviar, en alguna medida, el efecto que el incremento de la morosidad tiene en el activo corriente de la Pyme y que, a su vez, le permite afrontar los vencimientos del pasivo corriente.

3. PROPUESTAS

La oferta existente de alternativas que facilitan la financiación de la Pyme presenta un amplio abanico de iniciativas privadas y apoyos públicos para el refuerzo del capital y la obtención de financiación mediante deuda. Igualmente, como se ha visto, dentro de ellas existen posibilidades para la financiación de nuevos emprendimientos y empresas de carácter innovador o de base tecnológica, para potenciar el crecimiento, expansión o consolidación de las Pyme, así como fomentar la actividad exportadora o, en alguna medida, sectores que generan un mayor valor añadido. No obstante, el alcance de estas facilidades de financiación para la Pyme en términos de recursos que movilizan y del número de sus



beneficiarios es limitado. Por ello, es necesario considerar el apoyo público con que cuentan y hacer propuestas de mejora que aumenten su alcance. Entre estas propuestas, en el contexto actual de restricción crediticia, toman especial relevancia aquellas que están destinadas a incrementar la financiación propia de las Pyme, aunque no hay que soslayar las medidas para facilitar la financiación ajena, que son, hasta el momento, las que mayor alcance tienen.

Respecto a la primera de ellas, el apoyo a medianas y pequeñas empresas con alto potencial de crecimiento para facilitar y favorecer su cotización en el MAB se ha concretado, hasta el momento, en ayudas económicas a empresas para su incorporación al mercado y en incentivos fiscales a la inversión en sus acciones. Las ayudas son ofrecidas por ENISA y de las Comunidades Autónomas de Andalucía, Galicia y Murcia. Los incentivos fiscales existen en las Comunidades Autónomas de Cataluña, Aragón, Galicia y Madrid. Estos incentivos deberían ser ampliados por la Hacienda Estatal a todos los inversores y a la inversión en todas las empresas, independientemente de la Comunidad Autónoma de residencia o domicilio social. Estos incentivos favorecerían la inversión de particulares en el MAB y, consecuentemente, la capitalización de las empresas y la liquidez de las acciones si se establecen deducciones en la cuota íntegra del impuesto sobre la renta para la inversión en ampliaciones de capital o en ofertas públicas de venta y diferimiento de las plusvalías en caso de reinversión en compañías del propio MAB.

Para potenciar el escaso desarrollo que en nuestro país tiene la participación de *Business Angels* y empleados en los fondos propios de la Pyme se debe desarrollar incentivos fiscales eficaces. Para el caso de aportaciones de capital realizadas por *Business Angels* en la constitución de una sociedad o en posteriores ampliaciones de capital de Pymes para su crecimiento, expansión o consolidación y que sean mantenidas durante un número mínimo de años es recomendable establecer deducciones en la cuota íntegra estatal del IRPF. En la Comunidad Autónoma de Cataluña existe una deducción en la cuota íntegra

autonómica para la inversión de *Business Angels* en minipymes (cifra de facturación menor a un millón de euros) de menos de tres años de vida que debería ser una medida que se adoptase por otras Comunidades Autónomas. Similar tratamiento fiscal, aunque con mayores deducciones, debería aplicarse a los empleados de Pymes que tomaran participaciones de capital en las empresas donde trabajan. Esto se uniría al incentivo fiscal, ya existente, de no tributación de los primeros doce mil euros de renta obtenida por el trabajador por la venta de acciones de la empresa y que haya mantenido durante al menos tres años. La financiación obtenida por las Pyme a través de esquemas de participación financiera de empleados (PFE) debería estimular productividad del factor trabajo y la inversión empresarial en activos intangibles como el capital humano y el capital organizacional, especialmente en empresas de alta contenido tecnológico o con bienes o servicios altamente diferenciados (Huerta y Salas, 2012).

Desarrollar en mayor medida el sector del capital riesgo permitiría una mayor capitalización de microempresas y pequeñas empresas en etapas iniciales o en procesos de crecimiento y expansión (*venture capital*) y de empresas no cotizadas en procesos de desarrollo o reflujo (*private equity*) (Martí, 2012). Para ello, sería necesario que se aportasen más recursos y que las operaciones tomaran un carácter transfronterizo. La Asociación de Entidades de Capital Riesgo en el *Informe 2012 Impacto Económico y Social del Capital Riesgo* (ASCRI, 2012) señala que los fondos de pensiones y las aseguradoras actualmente representan un porcentaje mínimo en la inversión en capital riesgo (1 por cien y 0,5 por cien, respectivamente) y que podría incrementarse notoriamente hasta porcentajes europeos (15,5 por cien y 10 por cien). Facilitar operaciones transfronterizas de captación de recursos e inversión precisa del desarrollo de un marco regulatorio común en la Unión Europea (UE) a partir de la Directiva AIFM (Alternative Investment Fund Managers) que, en algún grado, facilitaría la financiación de Pymes no cotizadas a través de Fondos de *Venture Capital*.



Los apoyos proporcionados por ENISA, COFIDES y AXIS con aportaciones temporales a la financiación de la Pyme mediante participaciones en capital o con instrumentos de cuasi-capital permiten reforzar los fondos propios de las empresas y, por tanto, la garantía para obtener nueva financiación ajena, pública o privada. Además, están orientados a emprendedores y empresas que puede propiciar un cambio en nuestro sistema productivo, como se ha señalado: emprendedores jóvenes, emprendedores sociales, *startups*, empresas innovadoras, con base tecnológicas y empresas en fases de crecimiento, expansión o consolidación, así como exportadoras y con planes de inversión exterior o de innovación internacional. El volumen de recursos canalizados por esta vía es escaso, pero no así el número de empresas que los han obtenido, y sería necesario un mayor esfuerzo público para incrementarlos y captar a nuevos inversores. Una vía para esto último, sería que cuando una empresa ha podido aumentar su capital mediante esta financiación pública se le facilitara los cauces para atraer inversores privados, especialmente particulares. En concreto, sería recomendable concederles ayudas económicas mayores que las ya existentes para el resto de empresas y, así, propiciar su salida a cotización en el MAB. También se debería ofrecer mayores incentivos fiscales a la inversión de los particulares mediante porcentajes más altos de deducción sobre la cuota íntegra estatal del IRPF. Esto se añadiría a las deducciones de carácter autonómico. Igualmente, debería potenciarse que pudieran emitir deuda en futuros mercados de renta fija para Pymes o en el anunciado mercado de pagarés privados.

Debe considerarse que la financiación que se consigue de ENISA, COFIDES o AXIS ha requerido de un riguroso proceso previo de análisis de la viabilidad de los planes de negocio y proyectos de inversión presentados por las empresas. Por ello, la decisión de participar en el capital que toman estas sociedades públicas es una garantía de mayor probabilidad de éxito de las empresas beneficiarias. Esto debe ser una señal que las empresas y la Administración envíen a los poten-

ciales inversores y que facilite una mayor aceptación de posibles emisiones de capital o de deuda y una mayor liquidez en la posterior negociación en los mercados habilitados. Lo que a su vez tendría un efecto positivo en la amplitud de estos mercados y en su conocimiento social.

Otras medidas para mejorar la financiación propia de las Pyme es favorecer la retención de beneficios como alternativa al reparto de dividendos y la libertad de amortizaciones.

La retención de beneficios permite una mayor capitalización de las Pymes. Por ello, si se mantienen en reservas durante un cierto tiempo debería estar incentivada mediante una tributación reducida y diferida hasta que se repartiesen dividendos a los socios. La libertad de amortización de inversiones en elementos nuevos de inmovilizado material e inmobiliarios afectos a actividades económicas permite diferir el pago de la cuota del impuesto. Esta medida facilita mayor *cash flow* en los ejercicios donde se imputan las amortizaciones y, por tanto, mayor activo circulante o corriente líquido para hacer frente a vencimientos de deudas en el corto plazo. La libertad de amortización además de mantenerse para las empresas de menor dimensión, con una cifra de negocios inferior a diez millones de euros, debería continuar para las medianas empresas. Es decir, para las Pyme no deberían ser de aplicación la limitación temporal y en cuantía establecidas por el RDL 12/2012 y, de esta forma, mantenerse lo previsto en el RDL 13/2010.

Dentro de las alternativas para mejorar la financiación ajena de la Pyme debe prestarse atención, en primer lugar, al potencial que puede presentar el desarrollo de un mercado de renta fija para emisiones de Pymes y que estén destinadas a particulares e inversores institucionales. El modelo de referencia para el desarrollo de un mercado de este tipo podría ser el proporcionado por el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda, SEND, de Bolsas y Mercados Españoles, creado en 2010 como una plataforma de negociación de renta fija privada destinada a los inversores particulares y en el que actualmente se



negocian emisiones de instituciones bancarias y grandes empresas. Incentivar a los particulares a acudir a un mercado de este tipo para Pymes beneficiaría a corto plazo la acogida que puede tener la recientemente anunciada creación de un mercado líquido de pagarés para Pymes. El actual tratamiento fiscal no proporciona una especial consideración a este tipo de inversiones, por lo que sería preciso mejorar su imposición en el IRPF.

Una propuesta es, llegado el momento, mejorar la tributación como incremento o disminución patrimonial de la diferencia entre el precio de compra y de venta o amortización de los activo de renta fija negociados. La razón es que los riesgos percibidos por los particulares en estos incipientes mercados pueden frenar su desarrollo por miedo ante posibles disminuciones patrimoniales. En concreto, los dos principales riesgos a considerar son el de liquidez y, en la coyuntura actual, la subida de la prima de riesgo de la deuda. El riesgo de liquidez es consecuencia de que al deshacer, en un determinado momento, una posición tomada, los inversores se vean penalizados en el precio de venta obtenido por la poca profundidad que puede tener la negociación de ese valor concreto (prima de liquidez). Por su parte, la subida en la prima de riesgo de la deuda pública se traduce de manera inmediata en la subida de los tipos de interés de las emisiones corporativas y en la bajada de los precios de la deuda ya emitida. Esto implica una disminución del valor de la cartera de deuda que tenga el inversor y una pérdida si no es mantenida hasta la amortización de los valores. Para aminorar el efecto que estos riesgos pueden tener se debería establecer coeficientes reductores sobre los rendimientos netos positivos de los inversores que mantuvieran sus posiciones más de un dos años o hasta la amortización de los valores. Igualmente, de modo similar a lo propuesto para la inversión en el MAB, se debería diferir la tributación por plusvalías si se reinvierte en valores del mismo mercado. Estas medidas tendrían varios efectos positivos: se compensaría a los inversores cuando sus rendimientos son negativos por las causas expuestas y han mantenido su

inversión más de dos años, se favorecería mantener la inversión hasta la amortización de los valores, se daría mayor liquidez a los valores que se hubieran emitido en momentos de menores tipos de interés y se favorecería la refinanciación de las empresas (especialmente a corto plazo mediante pagarés). De esta forma, se dotaría a estos segmentos del mercado de mayor profundidad y amplitud.

También es necesario un mayor desarrollo de la incidencia de las SGR en facilitar el acceso de autónomos, pequeñas y microempresas a recursos ajenos. Aumentar su alcance se muestra como una necesidad desde hace años, sin embargo no se ha avanzado mucho al respecto. Una iniciativa positiva ha sido el lanzamiento en abril de 2012 de la Línea ICO-GarantíaSGR dotada con 1.000 millones de euros y dividida en cuatro tramos (inversión, internacionalización, emprendedores y liquidez). El importe con que se ha dotado no parece que incrementará notablemente el número de operaciones realizadas, pero sí facilita un mayor conocimiento del servicio proporcionado por las SGR y, consecuentemente, mayor demanda de avales por los emprendedores y por las empresas de menor tamaño.

Respecto a los Fondos de Titulización de la Pequeña y Mediana Empresa (FTPYME) recientemente se ha anunciado la reforma de su mecanismo para fomentar la concesión de créditos a las Pymes. Esta nueva medida complementará las tomadas a partir de la Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado y por el Real Decreto-ley 6/2010, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Por tanto, es de esperar que la reforma vaya encaminada en la misma dirección y permita aumentar más los plazos de reinversión, disminuir el porcentaje de activos cedidos provenientes de préstamos y créditos concedidos previamente a Pymes y permitir que los fondos derivados de la titulización puedan destinarse a financiar activo circulante.

El desarrollo de los microcréditos para autónomos y minipymes es aún incipiente y poco extendido. Sin embargo, pueden tener un



importante impacto en la generación de autoempleo para colectivos sobre los que la actual crisis está incidiendo con especial gravedad: jóvenes, mujeres, inmigrantes, mayores de cuarenta y cinco años y parados de larga duración. Los convenios entre el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad con entidades financieras especializadas en este tipo de créditos deberían multiplicarse como medidas de prevención de la exclusión social y la pérdida de talento y capital humano.

Para apoyar la financiación de emprendedores, autónomos y Pymes también se debería fomentar nuevas formas de relación con los posibles aportantes de fondos. Algunas de las que señala el Banco de Inglaterra en su informe *Financial Stability Report* (Bank of England, 2012) son: préstamos directos (*peer to peer lending*), *crowdfunding* y fondos de préstamos. Las dos primeras aprovechan las posibilidades que Internet proporciona para ponerles en contacto directo mediante plataformas diseñadas a este fin. Por su parte, los fondos de préstamos ya están extendidos en los Estados Unidos y empiezan a desarrollarse en Europa, aunque principalmente dirigidos a grandes empresas, algunos conceden préstamos a Pymes.

Por último, la iniciativa más reciente para mejorar la financiación empresarial es la creación de las cédulas de internacionalización, innovación financiera recogida en el RDL 20/2012. Estas cédulas tendrán como activo subyacente préstamos concedidos para el apoyo a la internacionalización de las empresas españolas. De esta forma, se dota de mayor atractivo para las entidades financieras la financiación de la actividad inversora internacional y exportadora. Sería deseable que en el desarrollo normativo se prestase una especial consideración a los esfuerzos que están realizando las Pyme españolas en esa dirección.

BIBLIOGRAFÍA

- ASCRI (2012), *Informe 2012 Impacto Económico y Social del Capital Riesgo*.
- Bank of England (2012), *Financial Stability Report*, junio de 2012.
- Banco de España (2012): *Boletín Estadístico*, septiembre de 2012, actualizado en octubre.
- Crecente, F. (2011), *Análisis de la financiación de la actividad emprendedora*, Madrid: Congreso de los Diputados.
- Crespo, J.L., Abellán, M.J. y García, A. (2011): «Crisis, restricción crediticia y Pyme», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 258-273.
- Díez, J.C. (2011), «Crisis de la deuda europea: ¿Crisis de emergentes o de sumergidos?», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 150-166.
- Fernández de Lis, S. y Rubio, A. (2011), «La nueva dimensión global de la banca», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 206-216.
- Huerta, E. y Salas, V. (2012), «La participación financiera de los empleados en la empresa: una política para la inversión y financiación en capital organizacional». En Crespo, J.L. y García, A. (dir.), *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Madrid: Papeles de la Fundación de Estudios Financieros.
- Martí, J. (2012), «El reto de financiación de la Pyme en los mercados de capitales: Capital riesgo, redes de inversores, fondos de titulización y emisiones de deuda». En Crespo, J.L. y García, A. (dir.), *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Madrid: Papeles de la Fundación de Estudios Financieros.
- OCDE (2009), *The Impact of Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response*.



LA REFORMA LABORAL 2012 COMO PIEZA IMPORTANTE EN EL AJUSTE Y REGENERACIÓN DEL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL

**Nuria García Piñeiro. Profesora Titular Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social.
Universidad Complutense de Madrid.
Juan Luis Gimeno Chocarro, Técnico Comercial y Economista del Estado.**

Las instituciones laborales españolas constituyen uno de los factores que más han condicionado la estructura productiva que se ha desarrollado durante la fase de fuerte crecimiento entre 1994 y 2007, y que han favorecido el intenso proceso de destrucción de empleo que tiene lugar desde 2008. El crecimiento económico español ha sido desequilibrado, y la recuperación de una senda de crecimiento sostenible exige una modificación profunda de la regulación, las políticas y la cultura del mercado laboral, que han demostrado su ineficacia para proteger a los trabajadores y favorecer la competitividad de las empresas.

La configuración legal de las relaciones laborales condiciona intensamente las decisiones de inversión y contratación de las empresas, y afecta a su capacidad de competir en los mercados. Sus efectos sobre la trayectoria laboral y formativa de los trabajadores repercuten sobre la productividad agregada de la economía y sobre el bienestar general. El mercado laboral debe configurarse de modo que favorezca una rápida reasignación de recursos en un entorno económico cada vez más complejo y dinámico, sin descuidar la necesaria protección de los trabajadores ocupados y desempleados.

El sistema de instituciones laborales españolas se ha configurado tradicionalmente de forma muy distinta al del resto de países de nuestro entorno, sin que existan argumentos que justifiquen muchas de las diferencias que, sin embargo,

están muy relacionadas con resultados claramente negativos sobre empresas y trabajadores.

Los empresarios son conscientes de las ventajas de contar con una plantilla estable y cohesionada, que conozca el proyecto empresarial, desarrolle economías de aprendizaje y permita evitar los costes derivados de una excesiva rotación. La estabilidad laboral favorece el bienestar de los trabajadores, reduce la incertidumbre a la que se enfrentan cuando adoptan decisiones de consumo e inversión, y contribuye a su empleabilidad. El interés general de trabajadores y empresarios y, por tanto, el interés público, están alineados en este sentido. Sin embargo, el marco laboral español ha dificultado la configuración de plantillas de trabajo estables, y ha favorecido una excesiva segmentación del mercado laboral entre trabajadores fijos y temporales. Ello ha condicionado el bienestar de un amplio colectivo de trabajadores y ha afectado negativamente a la competitividad de las empresas españolas.

El empresario que valora una decisión de contratación debe tener en cuenta que se enfrentará a futuras oscilaciones de demanda, de costes, cambios en la estrategia empresarial necesarios para adaptarse al entorno, etc., que harán necesaria una adaptación de las condiciones laborales y, en el peor de los casos, provocarán la extinción de la relación laboral. El modelo laboral español ha dificultado el inevitable ajuste, facilitando el



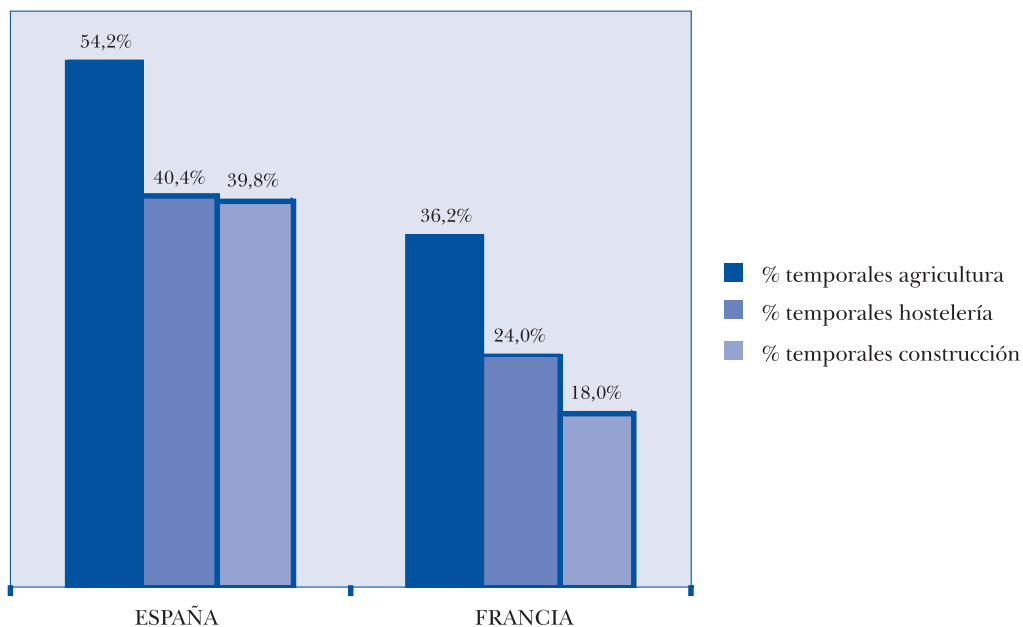
bloqueo de cualquier modificación en las condiciones laborales, por muy justificada y razonable que fuera la medida. Tanto la movilidad funcional o geográfica, como la adaptación de la jornada, la distribución del trabajo en el tiempo, las suspensiones temporales de empleo, las reducciones de jornada o las revisiones salariales eran instrumentos lejos del alcance del empresario, dificultando una gestión eficaz de los recursos humanos. Por otra parte, aunque las circunstancias justificaran una extinción del contrato, el empresario se enfrentaba a unos costes muy superiores a los de los países de nuestro entorno.

La ausencia de flexibilidad interna y el elevado coste de la flexibilidad externa de trabajadores indefinidos dificultan las decisiones de contratación estable. La respuesta racional de los empresarios ha sido la de contar de forma estable con un grupo de trabajadores temporales en la plantilla que les permitiera llevar a cabo la

adaptación de la fuerza laboral a las necesidades del proyecto empresarial. El resultado ha sido un mercado laboral muy segmentado, en el que un amplio grupo de trabajadores, superior al 40%, alterna empleos temporales con periodos de desempleo, y queda sumido en círculos de precariedad. Son ellos los que asumen la mayor parte de la flexibilidad del sistema. Y en el ajuste predomina la utilización de mecanismos de flexibilidad externa, mucho menos eficiente y con mayor coste social que la flexibilidad interna.

La protección a los trabajadores discriminaba a los *outsiders*, y los *insiders*, salvo que las cosas fueran extremadamente mal, quedaban generalmente aislados de la situación empresarial. Los ajustes se producían de forma poco eficiente, y las condiciones laborales de los *insiders* se mantenían estables. Ello ha contribuido a la configuración de una economía con una competitividad limitada y un acuciante problema de desempleo

GRÁFICO 1. TEMPORALIDAD POR SECTORES EN ESPAÑA Y FRANCIA



Fuente: Eurostat.



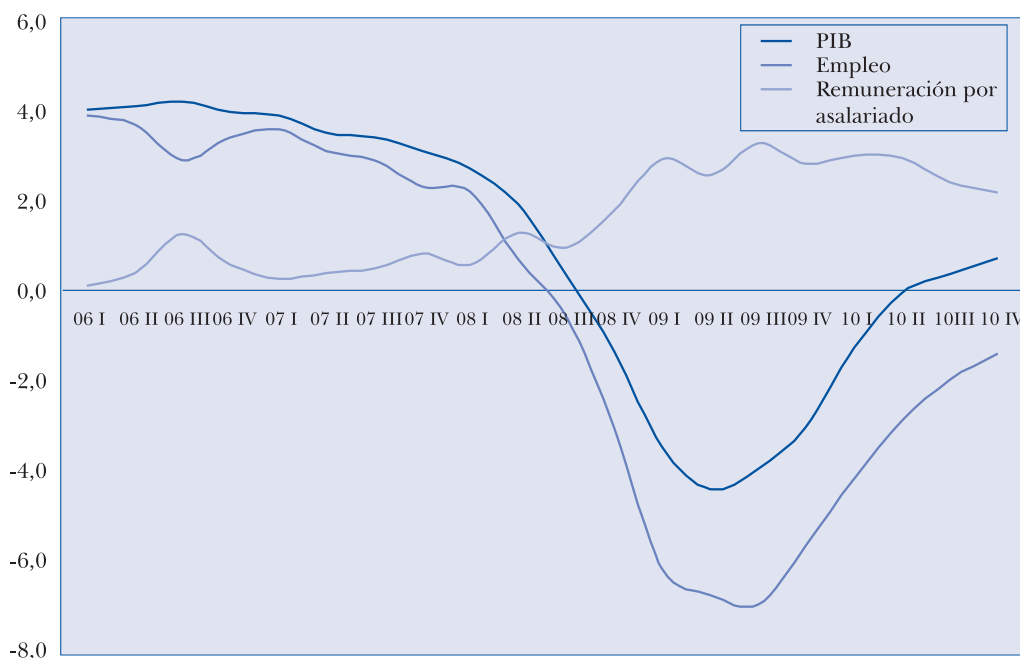
y excesiva rotación que afecta especialmente a jóvenes y personal menos cualificado.

Los problemas derivados de la falta de flexibilidad interna y del excesivo recurso a la flexibilidad externa (de trabajadores temporales) se combinaban con una regulación de la negociación colectiva que tendía a establecer condiciones muy alejadas de la situación de las empresas. La libertad de trabajadores y empresarios para alcanzar acuerdos en el seno de la empresa quedaba a merced de los pactos alcanzados en la negociación en ámbitos supraempresariales. La ultractividad indefinida condicionaba injustificadamente las posiciones de las partes en la negociación. Y la práctica imposibilidad de descolgarse de un convenio inadecuado para las circunstancias concretas que atraviesan las empresas condicionaba la viabilidad de las mismas, generando asimismo presiones para utilizar mecanismos extintivos para enfrentarse a ajustes necesarios. Los convenios se negociaban lejos de las

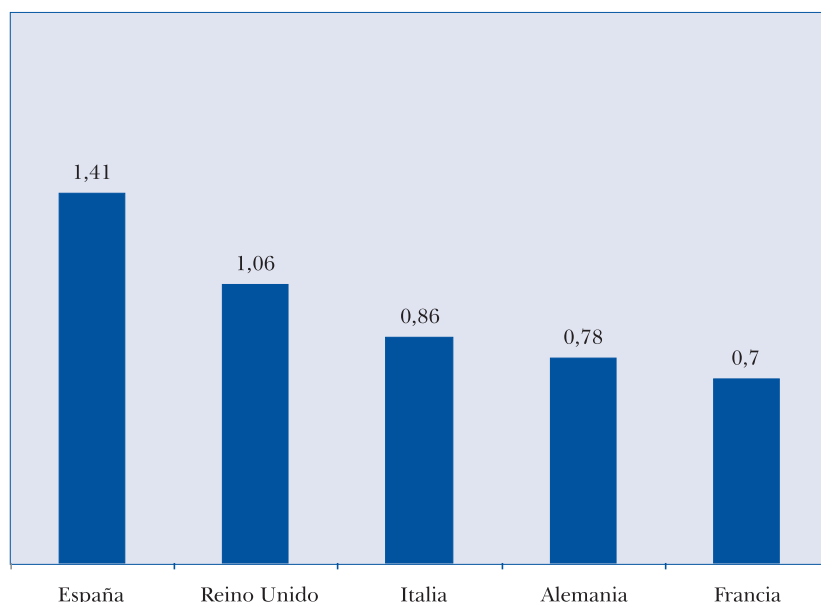
empresas, y muchos trabajadores y empresarios sentían que estaban mal representados en aquellos foros. Los outsiders no pueden hacer valer sus intereses. Los salarios negociados en el sector de la construcción, con incrementos en torno al 3,5% en 2008-2009, cuando se destruían cientos de miles de empleos en el sector, constituyen un ejemplo notable de lo inadecuado del sistema.

La crisis económica ha puesto de relieve de forma dramática las consecuencias de nuestros desequilibrios. La evolución de salarios y horas trabajadas ha sido tan excepcional en el entorno internacional como la intensidad de la destrucción de empleo que se ha producido en España. Los trabajadores temporales eran despedidos mientras que los indefinidos ampliaban sus horarios y su retribución al principio de la crisis, y eran igualmente despedidos más adelante. El resultado, el mayor coeficiente de Okun del mundo desarrollado, es decir, la mayor sensibilidad del empleo ante cambios en el PIB.

GRÁFICO 2. VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB, EMPLEO Y REMUNERACIÓN POR ASALARIADO 2006-2010



Fuente: Banco de España CNE.SEC95 BASE 2008.

GRÁFICO 3. VOLATILIDAD RELATIVA DE LAS PERSONAS OCUPADAS RESPECTO AL PIB

Fuente: Banco de España.

Nota: La volatilidad se computa sobre el componente cíclico de cada serie.

El diagnóstico de la mayoría de los académicos e instituciones que monitorizan la economía española era unánime: el sistema no funcionaba y debía ser reformado en profundidad.

La reforma laboral aprobada por Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero (posterior Ley 3/2012, de 6 de julio) intenta corregir las disfuncionalidades del mercado de trabajo, y dotarlo de los mecanismos necesarios para el mantenimiento del empleo, y para que cuando la economía vuelva a crecer se pueda crear empleo estable y de calidad. Las crisis económicas han sido las inspiradoras de la mayoría de las reformas laborales, y si bien es cierto que las reformas laborales por sí solas no crean empleo, también lo es que el adecuado funcionamiento de las instituciones laborales condiciona el mercado de trabajo. Desde la aprobación del Estatuto de los Trabajadores en los años ochenta el legislador laboral se ha enfrentado a las graves crisis económicas y de empleo con incisivas reformas laborales, aunque ésta pueda ser la más importante desde la reforma de 1994. Los distintos preámbulos de

las normas (Ley 32/1984, 11/1994, 63/1997, 27/2009, 35/2010) insisten en la gravedad de la situación económica y su incidencia en el mercado de trabajo.

Los problemas del mercado de trabajo lejos de ser coyunturales son estructurales, afectan a los fundamentos mismos de nuestro modelo sociolaboral y requieren una reforma de envergadura para enfrentarse a una tasa de paro del 25%. Además, la reforma estaba siendo reclamada por todas las instituciones económicas mundiales y europeas. Las reformas laborales realizadas en los últimos años, aún bienintencionadas y orientadas en la buena dirección fueron incompletas e inacabadas, por no atreverse a consolidar las medidas de flexibilidad interna que nuestro mercado de trabajo demandaba.

La reforma es continuista con las reformas iniciadas en 2009 para superar la repercusión de la crisis económica en el mercado de trabajo (entre otras, por RDL 2/2009, de 6 de marzo, de medidas urgentes para el mantenimiento y el fomento del empleo y la protección de las personas



desempleadas; Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo –anterior RDL 10/2010, de 16 de junio–; RDL 7/2011, de 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva). Además, es una reforma que aproxima el derecho laboral español a los ordenamientos de nuestro entorno, y en ningún caso supone una ruptura del modelo constitucional de relaciones laborales, ya que es sumamente respetuosa con el derecho a la libertad sindical y a la negociación colectiva.

La reforma trata de garantizar tanto la flexibilidad de los empresarios en la gestión de los recursos humanos de la empresa como la seguridad de los trabajadores en el empleo y adecuados niveles de protección social. Es una reforma completa y equilibrada y contiene medidas incisivas y de aplicación inmediata, al objeto de establecer un marco claro que contribuya a la gestión eficaz de las relaciones laborales y que facilite la creación de puestos de trabajo, así como la estabilidad en el empleo. La reforma se enfrenta a aspectos que merecen un tratamiento más acorde para la consecución del crecimiento de la economía, la mejora de la competitividad y la productividad de las empresas españolas y, por ello, al crecimiento del empleo y la reducción del desempleo.

Tal y como se verá a continuación, la reforma aborda una larga serie de materias que afectan al ámbito de las relaciones laborales. Las medidas adoptadas deben entenderse de forma conjunta, y juzgarlas individualmente puede conducir a interpretaciones erróneas. Las medidas adoptadas se guían por el principio de la flexiguridad (Libro Verde de la Comisión sobre la Modernización del Derecho del Trabajo para afrontar los retos del siglo XXI, Bruselas 22 de noviembre de 2006) que se sitúa en el objetivo de la estrategia de Lisboa –crecimiento y empleo–, con el propósito de conciliar la flexibilidad y la seguridad en las relaciones de trabajo. La flexiguridad, de la que se viene hablando abundantemente en foros nacionales e internacionales, es una estrategia que en España se viene defendiendo desde el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva de 2002, y que estuvo presente en los

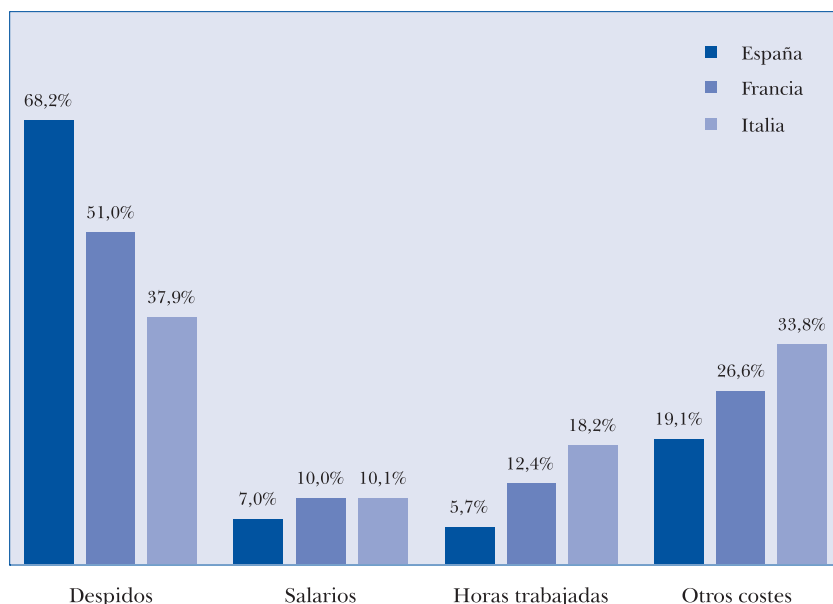
trabajos preparatorios de la reforma laboral de 2006, aunque la Ley 43/2006 se inclinara finalmente más hacia la seguridad que hacia la flexibilidad.

IMPULSO DE LA FLEXIBILIDAD INTERNA

El incremento del paro durante la crisis ha sido superior en España que en el resto de los países europeos, y ello es debido a que el ajuste en el mercado de trabajo se produjo durante la crisis, por vía de despidos y no a través de medidas de flexibilidad interna. La reforma introduce un nuevo régimen jurídico en materia de flexibilidad interna, que ofrece alternativas a la extinción de contratos ante situaciones económicas, técnicas, organizativas o de producción adversas para las empresas.

Para impulsar la flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo se adoptan medidas específicas en materia de clasificación profesional, tiempo de trabajo, movilidad funcional, movilidad geográfica, modificaciones sustanciales de condiciones de trabajo, y suspensión o reducción temporal de la jornada por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción. En materia de clasificación profesional se elimina el rígido sistema de las categorías profesionales, que se sustituye por la generalización de la clasificación a través de grupos profesionales que se definen de una forma más amplia.

Además se amplían las facultades empresariales para llevar a cabo la movilidad funcional o geográfica, y la modificación sustancial de condiciones de trabajo. La movilidad dentro del grupo profesional no tendrá más límites que los relativos a las titulaciones académicas o profesionales y a la dignidad del trabajo. La movilidad fuera del grupo profesional será posible si existen razones técnicas u organizativas y por el tiempo imprescindible, eliminándose las referencias a razones perentorias o imprevisibles para funciones inferiores. Se reforma la movilidad geográfica en aras a conseguir, si existe causa objetiva para ella, agilizar la decisión empresarial de traslado.

GRÁFICO 4. VÍA DE AJUSTE DE LOS COSTES ANTE LA CRISIS EN DISTINTOS PAÍSES

Fuente: Banco de España Wage dynamics Network. Actualización de la encuesta durante la crisis.

Se agiliza y simplifica la modificación sustancial de las condiciones reconocidas en contrato de trabajo, acuerdo o pacto colectivo o disfrutadas en virtud de decisión unilateral de efectos colectivos, que se decidirán unilateralmente por el empresario. Además se agiliza las suspensiones y reducciones de jornada por causas empresariales o de fuerza mayor al suprimir la autorización de la autoridad laboral, manteniéndose las medidas de apoyo como la bonificación de cuotas empresariales condicionadas al mantenimiento del empleo y la reposición de la prestación por desempleo.

DESCENTRALIZACIÓN DE LA NEGOCIACIÓN COLECTIVA

Con la finalidad de profundizar e impulsar las medidas de flexibilidad interna la reforma acomete importantes modificaciones en materia de negociación colectiva. Se introduce un procedimiento general de descuelgue de condiciones de trabajo previstas en convenios de eficacia gene-

ral, ampliándose las materias objeto de descuelgue. Se incorpora una cláusula de cierre ante situaciones de bloqueo, al reconocer a la Comisión Consultiva Nacional de Convenios Colectivos o a los órganos correspondientes de las Comunidades Autónomas la capacidad para actuar como órgano subsidiario de solución de discrepancias cuando las partes no lleguen a acuerdos sobre la inaplicación de las condiciones de trabajo establecidas por convenio colectivo, siempre que no sean de aplicación los sistemas autónomos de solución de discrepancias, que serán en todo caso de aplicación preferente. La nueva regulación del descuelgue supone una alternativa real frente al despido, además reduce el incentivo a mantener un elevado número de trabajadores temporales para hacer frente a los ajustes con un menor coste. La medida contribuirá a mitigar el problema de la dualidad del mercado de trabajo entre trabajadores temporales e indefinidos.

La reforma transforma la estructura actual de la negociación colectiva para que prevalezcan los



convenios de empresa. Para ello contempla la prioridad aplicativa del convenio de empresa en un amplio número de materias respecto de cualquier otro convenio sectorial. La reforma laboral propone una negociación colectiva en dos niveles: uno sectorial estatal que ordene y coordine, y otro, voluntario, que se ajuste a las empresas.

La reforma también establece la posibilidad de revisar el convenio durante su vigencia, permitiéndose una negociación permanente y dinámica que convierta al convenio en un instrumento adecuado de gestión de las relaciones laborales en las empresas. Por último, se limita la ultraactividad del convenio colectivo a un año, de manera que transcurrido un año desde la denuncia del convenio sin que se hubiera acordado uno nuevo o dictado un laudo obligatorio, el convenio, salvo pacto en contrario, decaerá y, se aplicará si lo hubiere el convenio colectivo de ámbito superior que fuera de aplicación. El objetivo de esta medida es facilitar la agilidad en la negociación y la consecución de acuerdos, favoreciendo la renovación de convenios y evitando la aplicación indefinida del contenido normativo de los convenios colectivos.

FOMENTO DE LA EMPLEABILIDAD Y DE LA CONTRATACIÓN INDEFINIDA

La política de empleo inspirada en la flexiguridad conduce al legislador a incorporar medidas dirigidas a favorecer la empleabilidad de los trabajadores. Al efecto, se adoptan medidas en materia de intermediación y de políticas activas de empleo. En materia de intermediación laboral se reconoce el derecho de las empresas de trabajo temporal de actuar como agencias de colocación en colaboración con los servicios públicos de empleo lo que permitirá un adecuado emparejamiento de la oferta y demanda de trabajo. En materia de formación el objetivo clave de la reforma es promover la formación de los trabajadores como elemento clave para la empleabilidad y la competitividad de la economía a largo plazo. Para ello se articulan una serie de medidas dirigidas a promover la formación continua de

los trabajadores en las empresas a lo largo de la vida laboral. Se reconoce expresamente en la legislación laboral el derecho a la formación profesional, incluida la dirigida a su adaptación a las modificaciones operadas en el puesto de trabajo, reconociéndose ésta como tiempo de trabajo efectivo. Asimismo, se reconoce a los trabajadores el derecho a un permiso retribuido de 20 horas anuales de formación profesional vinculada a la actividad de la empresa, acumulables por un período de hasta cinco años.

Se elimina el monopolio de las organizaciones sindicales y empresariales más representativas en el diseño, planificación y ejecución de planes de formación del sistema de formación para el empleo. Los centros y entidades de formación acreditados podrán también ejecutar directamente estos planes a nivel estatal y autonómico, así como participar junto a patronal y sindicatos en el diseño y planificación del subsistema de formación profesional para el empleo. Además, se tendrán en cuenta las necesidades específicas de los trabajadores autónomos y de las empresas de la economía social a través de sus organizaciones representativas. Los centros y entidades de formación acreditados también podrán optar por subvenciones antes reservadas a los agentes sociales como los planes dirigidos a trabajadores ocupados.

En materia de contratación, y para reforzar el principio de la estabilidad en el empleo, la reforma crea una nueva modalidad contractual de carácter indefinido dirigida a PYMES de menos de 50 trabajadores, denominado contrato de trabajo por tiempo indefinido de apoyo a los emprendedores. La creación del nuevo contrato indefinido coincide con la supresión del contrato para el fomento de la contratación indefinida, creado en 1997, con una indemnización por despido improcedente objetivo de 33 días de salario por año de servicio. Este contrato, de carácter coyuntural, se caracteriza por un periodo de prueba más largo, adecuado al entorno actual de incertidumbre, y por estar asociado a bonificaciones e incentivos fiscales diseñados de forma que se limita el denominado efecto peso muerto.



Para impulsar el empleo juvenil de los trabajadores menos cualificados se modifica el contrato para la formación y el aprendizaje eliminando las restricciones que presentaba su régimen jurídico. Se modifica el contrato de trabajo a tiempo parcial para favorecer su utilización. Para ello se permite la realización de horas extraordinarias, aparte de las horas complementarias, que se habían creado en 1998, precisamente como sustitución en los contratos indefinidos de las horas extraordinarias. Se regula el trabajo a distancia en sustitución del anterior trabajo a domicilio, sin incorporar restricciones al desarrollo de esta figura y se racionaliza el sistema de bonificaciones para la contratación indefinida, cuya práctica generalización había limitado gravemente su eficiencia.

REVISIÓN DEL DESPIDO POR CAUSAS EMPRESARIALES

La reforma configura una nueva disciplina del despido que se aleja de la que ha venido siendo tradicional en el ordenamiento laboral español. La reforma ha considerado necesario revisar la legislación sobre despido para llegar a un sistema mejor, menos segmentado y menos precario. Además, la situación del desempleado debe estar adecuadamente tutelada y, sobre todo, deben adoptarse medidas que faciliten su transición a nuevos empleos.

La reforma procede a dar una nueva regulación del despido colectivo. El objetivo de la reforma no es facilitar el despido, sino establecer un marco normativo que maximice la creación de empleo e incremente su calidad y estabilidad. El propósito es normalizar el recurso al despido colectivo y objetivo procedente, y superar así la anómala tendencia a optar por el despido improcedente como mecanismo de ajuste externo.

La reforma lleva a cabo una revisión profunda de las causas y del procedimiento del despido colectivo, al eliminar la necesidad de autorización administrativa previa. Además, se objetivan las causas económicas del despido, con la referencia a las pérdidas actuales o previstas, o a la

disminución persistente de su nivel de ingresos ordinarios o ventas. En todo caso, se entenderá que la disminución es persistente si durante tres trimestres consecutivos el nivel de ingresos ordinarios o ventas de cada trimestre es inferior al registrado en el mismo trimestre del año anterior.

La reforma del despido colectivo no implica necesariamente para el empresario un menor coste económico, ya que en sintonía con los países de nuestro entorno, la empresa que lleve a cabo un despido colectivo que afecte a más de cincuenta trabajadores deberá ofrecer a los trabajadores afectados un plan de recolocación externa a través de empresas de recolocación autorizadas. Dicho plan, diseñado para un periodo mínimo de 6 meses, deberá incluir medidas de formación y orientación profesional, atención personalizada al trabajador afectado y búsqueda activa de empleo. La decisión empresarial de despido colectivo podrá ser impugnada por los trabajadores y por sus representantes, así como por la autoridad laboral, a través de una nueva modalidad procesal especial para impugnar las decisiones empresariales de despido colectivo, prevista en la nueva Ley Reguladora de la Jurisdicción Social.

Se generaliza la indemnización del despido declarado improcedente en 33 días de salario por año de servicio con el máximo de 24 mensualidades. Se suprime la posibilidad prevista en la Ley 45/2002 de reconocer la improcedencia del despido por parte del empresario (despido «expres») y, al mismo tiempo, se eliminan los salarios de trámite, salvo cuando el trabajador sea readmitido. Se modifica la causa objetiva para el despido individual por faltas de asistencia al trabajo, al eliminarse la referencia al absentismo colectivo de la empresa. Al efecto, el nuevo precepto legal dispone que será causa del despido objetivo las faltas de asistencia aún justificadas pero intermitentes, que alcancen el 20 % de las jornadas hábiles en dos meses consecutivos siempre que el total de faltas de asistencia en los doce meses anteriores alcance el cinco por ciento de las jornadas hábiles, o el 25 % en cuatro meses discontinuos dentro de un periodo de doce



meses. Además, la Reforma Laboral 2012 añade a la lista de ausencias que no se computan como faltas de asistencia a los efectos del párrafo anterior las que obedezcan a un tratamiento médico de cáncer o enfermedad grave.

Por último, y sin ánimo de exhaustividad, resta por decir que la reforma adopta una serie de medidas que repercutirán en la racionalización del gasto público, además se apuesta decididamente por la política de envejecimiento activo propugnada por la Unión Europea.

CONCLUSIONES

El mercado laboral y las políticas de empleo deben constituir una pieza fundamental en la estrategia de salida de la crisis hacia un modelo de crecimiento más equilibrado. Es necesario establecer un marco normativo que facilite la creación de empleos estables y que proteja al trabajador sin impedir una gestión eficaz de los recursos humanos para hacer frente a las vicisitudes del entorno. Ello se traducirá en empresas más competitivas gracias a una mayor productividad del factor trabajo, que además percibirá mayores retribuciones.

También es necesario un sistema de políticas activas eficaz, que analice la situación de cada nuevo desempleado identificando sus necesidades, le oriente sobre cómo enfocar su reincorporación a la vida activa, acelere los emparejamientos a través de la intermediación, suministre servicios de formación que incrementen las habilidades de los desempleados más demandadas por el sistema económico, y que favorezca la contra-

tación de colectivos con especiales dificultades de reinserción. Por último, el sistema debe apoyarse en unas políticas pasivas de prestaciones y subsidios que suministren un medio de vida mientras dura el desempleo sin desincentivar la activación. Para ello, y para la sostenibilidad del sistema de Seguridad Social, es necesario combatir el fraude y generar los incentivos adecuados para la activación de los desempleados.

La reforma laboral y otras medidas adoptadas a lo largo de 2012 contribuyen notablemente a mejorar el funcionamiento del mercado laboral español y favorecen su adaptación a los retos económicos contemporáneos. Es necesario, sin embargo, continuar mejorando el sistema, especialmente a través de un mejor funcionamiento de las políticas activas y pasivas en base a una adecuada vinculación entre éstas, evaluación y supervisión.

El éxito de la reforma exige un cambio de mentalidad de los sujetos que intervienen en el ámbito de las relaciones laborales. Las empresas deben acostumbrarse rápidamente a la flexibilidad interna, al descuelgue y a la utilización del resto de mecanismos que posibilitan adaptar las condiciones de trabajo a la situación y resultados de la empresa. Sería deseable que con prontitud se produzca un cambio en la cultura empresarial y laboral hacia la mayor flexibilización. Confiamos en que los aplicadores de la norma –empresarios, trabajadores, jueces, inspectores, sindicatos y patronales– actúen en la misma línea. Esto resulta fundamental para la recuperación de la economía y el empleo, ya que ninguna reforma laboral basta por sí sola para acometer estos objetivos.



GOBIERNO CORPORATIVO Y ESTRUCTURA FINANCIERA

Francisco González.
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Oviedo

Este trabajo revisa la literatura sobre el papel del gobierno corporativo en la estructura financiera empresarial. Pone de manifiesto como un mal gobierno corporativo dificulta la obtención de fondos propios externos y justifica la existencia de, como sucede en el caso español, estructuras financieras con un elevado peso relativo del endeudamiento bancario. El análisis realizado indica que los procesos actuales de globalización y crisis financiera incrementan los beneficios para las empresas de adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo y recomienda continuar trabajando en reformas institucionales encaminadas a mejorar la calidad de la información financiera y del sistema judicial como garantía del cumplimiento de los contratos privados.

1. INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos que garantizan a los aportantes de fondos a la empresa la obtención de la rentabilidad generada por sus inversiones y evitan, por tanto, que dicha rentabilidad sea apropiada indebidamente por los «internos» a la dirección para obtener lo que podemos denominar «beneficios privados» (Shleifer y Vishny, 1997). El objetivo de un buen gobierno corporativo debe ser entonces reducir estos beneficios privados y facilitar la aportación externa de fondos a la empresa. A

partir de esta premisa la literatura ha diferenciado tres objetivos para un buen gobierno corporativo dependiendo de los conflictos de intereses analizados. Estos tres objetivos serían: 1) evitar que los directivos utilicen los fondos aportados por los accionistas en beneficio propio, 2) evitar que los accionistas mayoritarios utilicen su mayor capacidad de influencia en la toma de decisiones para expropiar riqueza que corresponde a los accionistas minoritarios, y 3) evitar que los accionistas expropien riqueza a los acreedores incrementando, por ejemplo, el riesgo de la empresa por encima del comprometido en el momento de contratar los préstamos o utilizando el sistema concursal para no atender las obligaciones de pago con los acreedores. Puesto que la intensidad de estos conflictos afecta al rendimiento que finalmente obtienen accionistas y acreedores también afectará a su disposición a aportar fondos a la empresa y, por tanto, a la estructura financiera de la misma. Es por ello que existe una amplia literatura teórica y empírica que ha analizado la relación entre gobierno corporativo y la estructura financiera de las empresas, y que permite incluso explicar diferencias entre el patrón de endeudamiento empresarial predominante en cada país.

En este trabajo nos centraremos en los conflictos entre directivos y accionistas mayoritarios con accionistas minoritarios y revisaremos las principales conclusiones de la literatura para responder a dos cuestiones básicas: 1) ¿Podemos



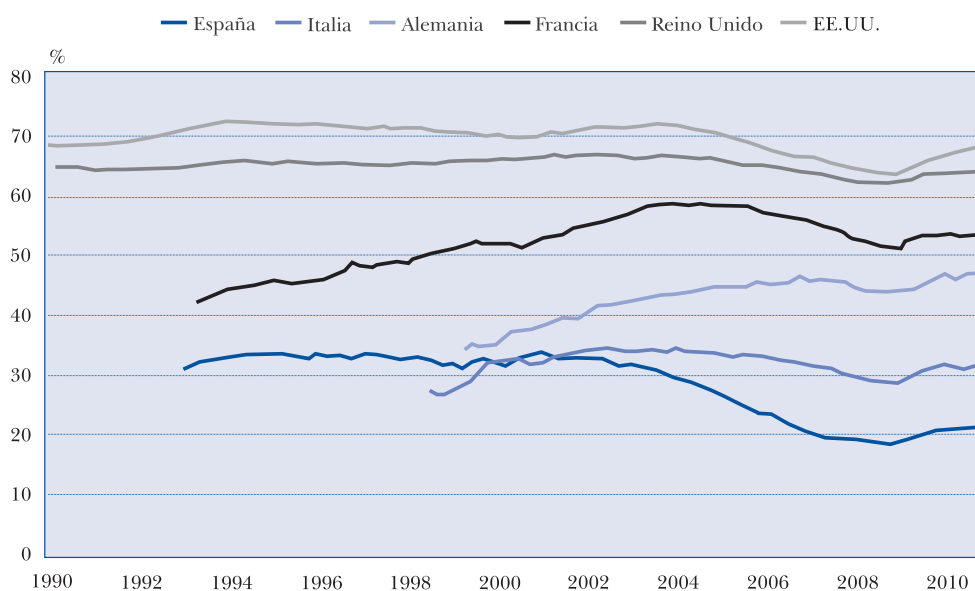
explicar el alto recurso al endeudamiento frente al capital en la financiación de la empresa española por características de nuestro modelo de gobierno corporativo? 2) de ser así ¿cuáles son las características del gobierno corporativo español que más nos diferencian de países con un mayor peso de los mercados y del capital en la financiación empresarial? En este análisis distinguiremos entre características de gobierno corporativo referidas a la empresa y las referidas al país.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma: en la sección 2 revisaremos brevemente el patrón de financiación de la empresa española; en la sección 3 analizaremos las variables de gobierno corporativo que la literatura muestra como más relevantes, tanto a nivel de empresa como de país; en la sección 4 revisaremos la situación española respecto a dichas variables; en la sección 5 reflexionaremos sobre las consecuencias de la crisis y la globalización financiera y, finalmente, se presentarán las principales conclusiones e implicaciones del análisis.

2. PATRÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

La estructura financiera de la empresa española se caracteriza en promedio por un peso relativo elevado del crédito bancario frente a la financiación de mercado (capital y deuda no bancaria). Además, el mayor crecimiento del crédito bancario durante los años precedentes a la actual crisis financiera ha incrementado el peso absoluto y relativo del crédito bancario y ha disminuido especialmente el uso de los fondos propios como fuente estable de financiación. El peso relativo del capital en el total de la financiación empresarial descendió 9 puntos porcentuales entre 1990 y 2010, pasando de un 35% a un 26% (CNMV, 2010). El gráfico 1 ilustra este patrón de comportamiento y el menor peso relativo de la financiación vía mercados que existe en España en comparación no sólo con Estados Unidos y Reino Unido, donde tradicionalmente los mercados han tenido mayor grado de desarrollo, si no también frente a países como Alemania, Francia e Italia que cuentan con un modelo de financiación tradicionalmente más orientado al sector bancario.

GRÁFICO 1. PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO



Fuente: CNMV (2010).



La literatura teórica y empírica disponible nos indica que los principales determinantes de estas diferencias entre países están relacionados con características de gobierno corporativo, tanto a nivel de empresa como a nivel de país (La Porta *et al.*, 1997; 1998). Una de las principales implicaciones de esta literatura es que aumentar el peso relativo de la financiación vía acciones requiere realizar cambios en el gobierno corporativo tendentes a disminuir las posibilidades de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios por los directivos, y sobre todo, por los accionistas mayoritarios.

Además, las características del gobierno corporativo que dificultan la financiación vía acciones y vía mercado determinan otras características del sistema empresarial y financiero del país. En primer lugar, la dificultad para captar fondos del mercado y especialmente fondos propios también permite explicar el menor tamaño medio de las empresas españolas (Beck *et al.*, 2008). La importancia de las PYMES españolas tanto en términos de generación de empleo (78%) como de valor añadido (68%) es superior a la media europea. Además, en nuestro país destaca la mayor presencia de micro pymes que generan el 37,7% del empleo y el 26,5% del valor añadido frente al 30% y el 21%, respectivamente en la Unión Europea (CNMV, 2010). En segundo lugar, la deuda es un mal instrumento para financiar inversiones arriesgadas con lo que el peso reducido de los mercados de capitales proporcionando financiación propia permite explicar la mayor dificultad para financiar la innovación y las inversiones en intangibles que caracterizan a nuestro modelo de crecimiento económico (John *et al.*, 2008). Finalmente, una mayor dependencia del crédito bancario hace al sector empresarial más vulnerable a crisis bancarias, haciendo que la reducción de la oferta de crédito que se produce en crisis bancarias como la que estamos viviendo tenga un mayor impacto negativo en el crecimiento económico (Kroznner *et al.*, 2008; Dell'Ariccia *et al.*, 2007).

En la siguiente sección analizaremos las variables de gobierno corporativo que la literatura señala como relevantes para favorecer la aporta-

ción de fondos vía capital al disminuir las posibilidades de expropiación de riqueza por directivos y accionistas mayoritarios.

3. GOBIERNO CORPORATIVO Y ESTRUCTURA FINANCIERA: EVIDENCIA DISPONIBLE

Una de las conclusiones más claras de la literatura de gobierno corporativo es que un mayor porcentaje de deuda está asociado a una peor protección de los derechos de los accionistas, particularmente de los minoritarios, tanto por los mecanismos internos de gobierno de la empresa como por las características del sistema legal e institucional existente en el país. Dos argumentos diferentes, no mutuamente excluyentes, se utilizan para explicar esta relación. El primero es que los accionistas están dispuestos a aportar menos fondos cuando tienen menos garantías de cobrar los rendimientos que corresponden a sus inversiones (La Porta *et al.*, 1997). El segundo es que la deuda puede ser útil como mecanismo alternativo de control de los accionistas mayoritarios y de los gerentes al obligar el pago periódico de intereses y a la devolución del principal para evitar la insolvencia de la empresa (Jensen, 1986; Jiraporn *et al.*, 2012).

Además de favorecer la aportación externa de fondos existe evidencia empírica de que un buen gobierno corporativo promueve una mayor velocidad de ajuste a la estructura óptima de capital (Öztekin y Flannery, 2012), una mayor dispersión de la propiedad (La Porta *et al.*, 1999), un mayor pago de dividendos (La Porta *et al.*, 2000), una mayor liquidez de las acciones (Chung *et al.*, 2010), menores niveles de diversificación empresarial (Hoechle *et al.*, 2012) y, como reflejo de todo ello, un mayor valor de las acciones y de la empresa (Gompers *et al.*, 2003).

Los estudios han utilizado diferentes metodologías para mostrar la relación negativa entre calidad del gobierno corporativo y financiación vía capital: 1) estudios que dentro de un mismo país observan que las empresas con peor gobierno corporativo son las que tienen más deuda.



Estos estudios evidencian la relevancia de las variables de gobierno corporativo a nivel de empresa; 2) estudios internacionales que muestran que países donde el sistema legal e institucional protege peor a los accionistas minoritarios, sus empresas tienen en promedio mayores tasas de endeudamiento y menores fondos propios, y 3) estudios que dentro de un país analizan cómo cambios en la regulación tendentes a incrementar la protección de los accionistas minoritarios están asociados a reducciones en las tasas de endeudamiento. Estudios recientes analizando el efecto de la Ley de Sarbanes-Oxley de 2002 en Estados Unidos tras escándalos corporativos como los Enron o Worldcom evidencian esta reducción en las tasas medias de endeudamiento (Bertus *et al.*, 2012).

Las variables de gobierno corporativo más analizadas a nivel empresarial son: 1) la estructura de propiedad; 2) la estructura, tamaño y funcionamiento del consejo de administración; 3) el sistema de retribución y formación de los directivos y consejeros; 4) la existencia de limitaciones a la representación de accionistas minoritarios en los órganos de gobierno, y 5) la existencia de cláusulas estatutarias dificultando las tomas de control externo o proporcionando «paracaídas dorados» a los directivos (Jensen, 1986; Gompers *et al.*, 2003).

Resumiendo ampliamente la literatura empírica, los estudios indican la existencia de un mínimo de concentración en la propiedad para garantizar que los objetivos de quien controla estén en la misma línea que los de la propiedad (Shleifer y Vishny, 1997); La evidencia empírica disponible también muestra que la eficacia del consejo de administración es mayor con tamaños no elevados del consejo, cuando aumenta la presencia de consejeros externos independientes o cuando están separadas las figuras del Presidente del Consejo y máximo ejecutivo de la entidad (Mallin, 2004); que un sistema retributivo adecuado es aquel en cuyo establecimiento pueden participar los accionistas, que es públicamente conocido y que incluye un componente salarial básico y una parte variable vinculada a la rentabilidad de la empresa y a su valor en bolsa, a su

valor en el largo plazo y revisiones salariales en función de los beneficios de la empresa (McCollgan, 2001). La existencia de cláusulas limitando la representación de accionistas minoritarios en la Junta general y en el Consejo y las cláusulas dificultando la toma de control externo tienen un efecto negativo sobre el valor de las acciones (Gompers *et al.*, 2003; Crespí, 2010).

La mayoría de estudios también concluyen que un buen gobierno corporativo no tiene por qué apoyarse en el simultáneo buen funcionamiento de todos los mecanismos sino que éstos pueden considerarse sustitutos (Jensen, 1986; Cremers y Nair, 2005; Fahlenbrach, 2009). Por tanto, no es necesario desarrollarlos todos simultáneamente si no que es suficiente con que alguno de ellos funcione adecuadamente. Por ejemplo, Fahlenbrach (2009) encuentra en empresas cotizadas en Estados Unidos que los contratos retributivos ayudaban a alinear los intereses del primer ejecutivo con los de los accionistas en aquellas empresas donde el consejo de administración tenía un peor funcionamiento.

Respecto a los indicadores de calidad legal e institucional del país para proteger los derechos de los accionistas, se podrían agrupar en las tres categorías siguientes (Öztekin y Flannery, 2012):

1) El grado de protección de los accionistas minoritarios. Estudios que utilizan datos de países muestran que el grado de protección de los derechos de los accionistas por la legislación y el grado en el que los tribunales garantizan su cumplimiento (*enforcement*) reducen el coste medio de la financiación externa e incrementan el valor de las acciones de la empresa (La Porta *et al.*, 1997, 1998). Los índices elaborados para medir esta protección consideran, entre otros aspectos, si el accionista puede delegar su voto por correo, si no se requiere a los accionistas depositar sus acciones antes de la asamblea general, si se permiten representaciones proporcionales de accionistas minoritarios en el consejo de administración, si el porcentaje mínimo requerido a los accionistas para forzar una asamblea general es igual o inferior al 10%, si los accionistas tienen derechos preventivos que sólo pueden ser eliminados en la



asamblea general de accionistas, y el grado en el que el sistema judicial garantiza el cumplimiento de los derechos reconocidos en la legislación (La Porta *et al.*, 1998).

2) La transparencia informativa y regulación en la emisión de títulos. Los inversores externos pagan más por los títulos cuanto más anticipen que será difícil expropiarles riqueza a partir del uso de información superior por los internos (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984). La intensidad de los problemas de asimetría informativa depende de variables como (La Porta *et al.*, 2006): a) La calidad de los estándares contables en el país; b) Requisitos informativos en la emisión de títulos sobre una variedad de aspectos como la remuneración directiva, estructura de propiedad, participaciones de los internos, relaciones comerciales entre la empresa emisora, sus directivos y los principales accionistas; c) Exigencias de responsabilidades a emisores, directivos, contables y distribuidores en los procesos de emisión de títulos; d) la independencia, competencias y capacidad sancionadora de los organismos públicos de supervisión (*Equity public enforcement*); y e) la importancia del *insider trading* en los mercados de valores.

3) Facilidad para establecer acuerdos específicos o cláusulas que permitan contratos más completos. En este grupo de variables se incluye la calidad del sistema judicial para garantizar el cumplimiento de las cláusulas establecidas en contratos privados, el control de la corrupción o el riesgo de modificación de los contratos de forma unilateral por parte del gobierno.

Las variables de gobierno corporativo empresarial y las referidas a la calidad del sistema legal e institucional del país están estrechamente interrelacionadas. Ello es debido a que las empresas eligen endógenamente sus variables de gobierno corporativo comparando los costes y beneficios asociados a las mismas y a que éstos vienen en gran parte determinados por las características del país (Doidge *et al.*, 2007). Por ejemplo, en países de bajo desarrollo económico y baja calidad legal e institucional es costoso para las empresas proporcionar una elevada protección a

sus accionistas si no existe, por ejemplo, un sistema judicial que garantice adecuadamente los derechos que las empresas deseen reconocer a los accionistas minoritarios. También resultaría costoso para las empresas mejorar la transparencia informativa si no existen plataformas en los mercados nacionales que centralicen la recogida y difusión de dicha información. Además, en dichos países, el beneficio que pueden obtener las empresas con mejoras del gobierno corporativo en términos de mayor captación de fondos externos es menor debido al menor desarrollo de los mercados de capitales.

Sin embargo, en países desarrollados, la mayor calidad de las variables regulatorias e institucionales reducen los costes para las empresas de adoptar prácticas adecuadas de gobierno corporativo al tiempo que el mayor desarrollo de los mercados de capitales incrementa sus beneficios en términos del potencial de captación de fondos externos. En esta línea, Doidge *et al.* (2007) encuentran en una muestra de 39 países que las características nacionales explican entre el 39% y el 73% de las variaciones observadas en el gobierno corporativo de las empresas frente a características propias de las empresas que explican sólo entre un 4% y un 22%.

Este carácter endógeno del gobierno corporativo empresarial en función de los costes y los beneficios que genera permite explicar el éxito relativamente reducido de los códigos de buen gobierno: Las códigos de cumplimiento voluntario no tendrán los efectos deseados si no modifican los costes y beneficios de un buen gobierno corporativo; las regulaciones que establezcan prácticas de forma obligatoria a nivel empresarial pueden tener el efecto contraproducente si les alejan de las estructuras que por las características de la propia empresa han elegido de forma óptima. Evidencia en este sentido la aportan recientemente Larcker *et al.* (2011) al analizar los cambios regulatorios en Estados Unidos entre 2007 y 2009 consistentes en limitar las retribuciones directivas, incrementar el poder de los accionistas con participaciones en la propiedad de un 1% o superior para nombrar directivos, limitar la existencia de consejos cautivos y la



simultaneidad de cargos ejecutivos con la presidencia del Consejo. Muestran como la introducción de estas regulaciones origina reacciones negativas o no significativas en el precio de las acciones de las empresas. Estos resultados sugieren que los accionistas pueden ser mejor atendidos por regulaciones que les permitan a ellos mismos facilitar el acceso de bloques de accionistas minoritarios para determinar las reglas del acceso de dichos accionistas en lugar de definir de forma específica prácticas obligatorias para la empresa.

4. EL CASO ESPAÑOL

4.1. VARIABLES DE GOBIERNO CORPORATIVO EMPRESARIAL

La Tabla 1 muestra una comparación de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo para empresas de 17 países europeos utilizando

los índices de transparencia informativa y calidad de la información financiera de Standard & Poor's (S&P) y el de calidad del gobierno corporativo elaborado por el grupo FTSE y el *Institutional Shareholders Services* (ISS). La tabla muestra una amplia variación entre países y, en ambos índices, las empresas españolas tienen una valoración inferior a la media y la mediana del resto de países. Sólo tres países (Austria, Dinamarca, y Luxemburgo) presentan una valoración más baja en el primero de los índices mientras que las empresas españolas presentan la valoración más baja según el índice de calidad del gobierno corporativo del FTSE ISS.

Este análisis comparado sugiere que existe un amplio margen de mejora en el gobierno corporativo de las empresas españolas y, por tanto, en la posibilidad de mejorar la captación de capital para sustituir a la obligada disminución del endeudamiento que sufrirán las empresas españolas tras la crisis financiera iniciada en 2007.

TABLA 1. CALIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO A NIVEL EMPRESARIAL

	Índice de transparencia e información financiera de S&P	Índice de calidad de gobierno corporativo del FTSE ISS
Alemania	55,90	31,45
Austria	49,70	32,16
Bélgica	54,16	26,18
Dinamarca	52,17	28,48
Finlandia	75,70	35,13
Francia	67,91	42,95
Grecia	68,04	28,83
Holanda	63,23	36,28
Irlanda	75,25	35,40
Italia	58,58	25,60
Luxemburgo	38,30	
Noruega	58,83	
Portugal	55,00	24,20
Suecia	61,51	33,18
Suiza	54,91	29,67
Gran Bretaña	71,36	37,58
Media	60,03	31,93
Mediana	58,70	31,80
España	52,67	23,17

Fuente: *Doidge et al. (2007)*.



Los datos de la memoria de la CNMV de 2011 también sugieren la existencia de margen de mejora en determinados aspectos de gobierno corporativo. En promedio, las sociedades cotizadas cumplen el 78% de las recomendaciones del código unificado de buen gobierno. Las recomendaciones menos cumplidas son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros con un grado de cumplimiento del 65%. Menos de un tercio de las sociedades siguieron las recomendaciones de que el consejo someta a la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros, y de que en la memoria se detallen las retribuciones individuales. Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguen siendo mayoritariamente ejecutivos (en un 67%).

4.2. VARIABLES DE GOBIERNO CORPORATIVO A NIVEL DEL PAÍS

En esta sección comparamos los tres grupos de variables a nivel país indicadas en la sección anterior en España con la media de 23 países desarrollados y la de un grupo de 5 países desarrollados compuesto por Alemania, Francia, Italia, Gran Bretaña y Estados Unidos. La definición exacta de las variables y los datos provienen de Öztekin y Flannery (2012).

El Gráfico 2 muestra que el grado de protección que la legislación proporciona a los accio-

nistas en nuestro país es superior a la media de los países desarrollados y a la del grupo de 5 países desarrollados considerados de forma específica. Sin embargo, la deficiencia está en el grado con el que el sistema judicial puede hacer cumplir en la práctica la protección que la legislación reconoce a los accionistas minoritarios ya que las variables que miden el *enforcement* en España se sitúan en promedio por debajo de los restantes países desarrollados.

El Gráfico 3 muestra que la calidad de la información financiera de los estados contables en España se sitúa en niveles similares a la de los países desarrollados del entorno. La información revelada en los procesos de emisión de títulos sobre aspectos variados como la remuneración directiva, estructura de propiedad, participaciones de los internos, relaciones comerciales entre la empresa emisora, sus directivos y los principales accionistas es levemente inferior a la media de los países desarrollados, de una forma similar a lo que sucede con la independencia de los organismos públicos de supervisión. La exigencia de responsabilidades a directivos, contables y distribuidores en la emisión de títulos es en España incluso superior a la media de los países desarrollados o a la de los cinco países analizados separadamente. La mayor diferencia negativa para el caso español se observa al comparar la importancia del *insider trading* en los mercados de valores.

GRÁFICO 2. PROTECCIÓN LEGAL DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

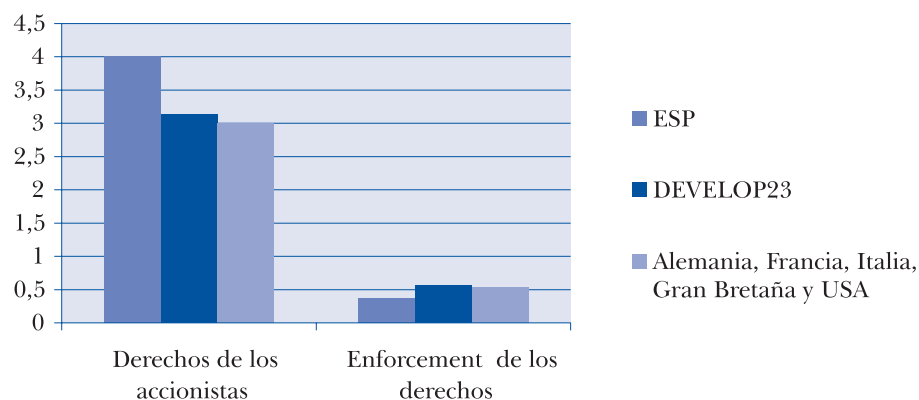
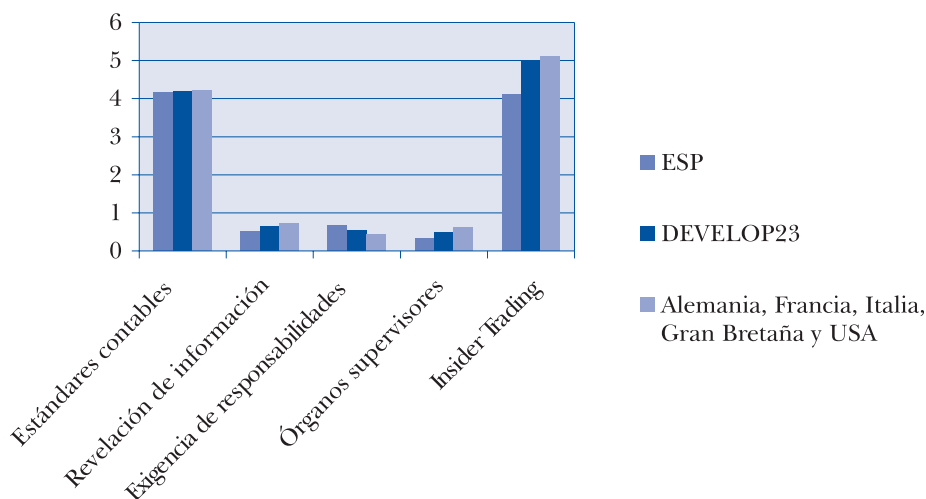


GRÁFICO 3. TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y REGULACIÓN EN LA EMISIÓN DE TÍTULOS



El Gráfico 4 muestra que la principal debilidad en el caso español tiene que ver con la calidad del *enforcement* o con la capacidad del sistema judicial para garantizar el cumplimiento de los acuerdos privados, lo que dificulta la definición de contratos más complejos donde las partes puedan establecer cláusulas específicas ajustadas a sus intereses. En España, los indicadores de la calidad del sistema judicial, del control de la corrupción y del compromiso con el que el Estado no altera las reglas de juego en los contratos en los que participa muestran valores inferiores a la media de los países desarrollados y a la de los cinco países que consideramos de forma separada.

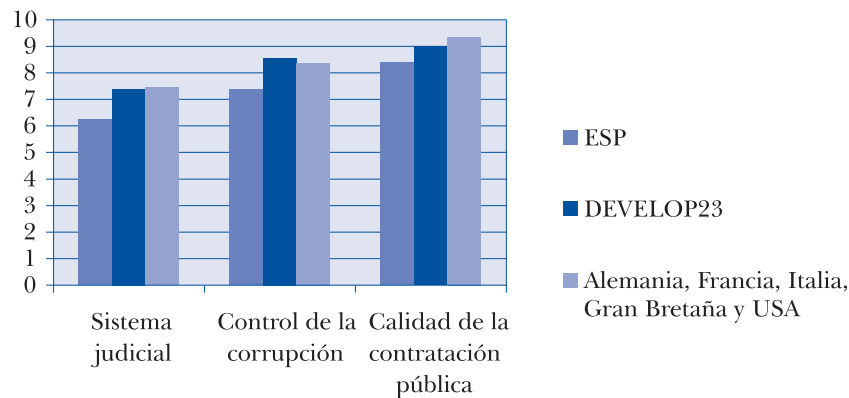
5. EFECTOS DE LA LIBERALIZACIÓN Y CRISIS FINANCIERA

La globalización y la crisis financiera actual pueden afectar al diseño del gobierno corporativo óptimo de las empresas al modificar los costes y beneficios asociados al mismo.

Durante periodos de crisis financiera, un buen gobierno corporativo se vuelve más rele-

vante para explicar diferencias en la rentabilidad de las empresas por dos razones. En primer lugar, el riesgo de expropiación a los accionistas minoritarios tiende a ser mayor cuando la rentabilidad de las inversiones de la empresa desciende. En segundo lugar, la disminución de la oferta de crédito bancario aconseja la sustitución del mismo por fondos captados en el mercado de capitales lo que incrementa los beneficios de fomentar un mejor gobierno corporativo en la empresa. Consistente con ambos argumentos, Mitton (2002) encuentra que durante la crisis asiática un mejor gobierno corporativo está asociado a una menor disminución de las rentabilidades de las acciones de las empresas.

La crisis financiera actual incrementa, por tanto, los incentivos de las empresas españolas a mejorar su gobierno corporativo. El fuerte crecimiento del crédito bancario durante los años anteriores a la crisis reducía la dependencia empresarial de los mercados de valores. Ello permite explicar que la mejora regulatoria en la protección de los derechos de los accionistas, siguiendo un proceso de estandarización a nivel europeo e internacional de esta regulación, no se reflejase en un incremento de la importancia

GRÁFICO 4. FACILIDAD PARA LA CONTRATACIÓN PRIVADA

relativa de la financiación vía mercados. Dichos esfuerzos regulatorios pueden facilitar ahora, en un escenario de menor crédito bancario, que las empresas españolas encuentren en su propio interés mejorar las variables de gobierno corporativo para favorecer la captación de capital externo.

La globalización financiera también ha incrementado los beneficios de tener un buen gobierno corporativo o incrementa el coste de oportunidad de un mal gobierno corporativo al hacer que éste sea menos dependiente de las características propias del país que limitan el desarrollo del mismo (Doidge *et al.*, 2007). Es por ello que empresas con accesos a mercados financieros internacionales tienen incentivos a desarrollar adecuados mecanismos de gobierno corporativo para obtener financiación en dichos mercados independientemente del nivel de desarrollo del mercado nacional. En segundo lugar, la globalización permite a las empresas «tomar prestados» los mecanismos de protección de los inversores de aquellos países con más elevados estándares. Por ejemplo, las empresas pueden hacer que sus acciones coticen en Estados Unidos a través de un programa de ADR's. Por tanto, si la globalización y liberalización financiera aumentan el flujo de capitales se incrementará el coste de tener un mal gobierno corporativo en términos de mayores costes de la financiación. Los estudios empí-

ricos muestran que países en desarrollo y que han liberalizado sus mercados han sido capaces de atraer capitales internacionales en la medida en que disponen un buen gobierno corporativo que limite las posibilidades de expropiación a inversores extranjeros (Bae y Goyal, 2010).

6. CONCLUSIONES

El análisis realizado en este capítulo ha puesto de manifiesto la relevancia de un buen gobierno corporativo, que reduzca las posibilidades de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios por los internos a la dirección, para incrementar la entrada de capital propio externo en las empresas.

La calidad del gobierno corporativo empresarial en España está por debajo de la media europea y de los países desarrollados de nuestro entorno y tiene, por tanto, margen de mejora. Ello a pesar del proceso de estandarización internacional que ha llevado a mejorar la protección legal de los derechos de los accionistas en nuestro país. El fácil acceso al crédito bancario durante los años anteriores a la crisis financiera actual, reduciendo la dependencia de los mercados de valores, y la peor calidad del sistema judicial para garantizar la mejor protección que las leyes han ido proporcionando a los accionistas, se revelan en un análisis comparado internacional como factores potencia-



les para explicar los menores incentivos de las empresas a desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo en nuestro país.

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 procesos de globalización financiera incrementarán en los años venideros, sin embargo, los beneficios para las empresas de mejorar su gobierno corporativo. La investigación realizada sugiere que para lograr un buen gobierno corporativo no es necesario desarrollar simultáneamente todos los mecanismos de gobierno sino que éstos actúan como sustitutos, siendo preciso garantizar el buen funcionamiento de al menos alguno de ellos.

El análisis realizado también tiene implicaciones regulatorias. En primer lugar, dado que las empresas pueden definir endógenamente las características de su gobierno corporativo, las regulaciones nacionales deben ir encaminadas a favorecer y garantizar la flexibilidad en la adopción de la protección máxima que deseen para los derechos de los accionistas en lugar de establecer niveles homogéneos de obligado cumplimiento para todas las empresas. En segundo lugar, el esfuerzo normativo realizado en España en los últimos lustros ha permitido situar la protección legal de los derechos de los accionistas en España en niveles similares a los de países de su entorno, siendo los aspectos relacionados con el funcionamiento del sistema judicial para garantizar de forma eficiente el cumplimiento de los derechos que la ley reconoce, los que debieran ser objeto de mayor atención institucional.

7. REFERENCIAS

- Bae, K-H., Goyal, V. K., (2010): Equity market liberalization and corporate governance. *Journal of Corporate Finance* 16, 609-621.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, E., Maksimovic, V., (2008): Financing Patterns around the World: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 467-487.
- Bertus, M., Jahera, J. S., Yost, K., (2012): Capital structure, corporate governance, and the effect of Sarbanes-Oxley. *Corporate Ownership and Control*, Forthcoming.
- CNMV (2010): Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación.
- Chung, K., Elder, J., Kim, J. C., (2010): Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 265-291.
- Cremers, K. J. M., Nair, V. B., (2005): Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance* 60, 2859-2894.
- Crespí, R. (2010): Observatorio de Gobierno Corporativo 2010. Fundación de Estudios Financieros.
- Dell'Ariccia, G., Detragiache, E., Rajan. R., (2008): The real effects of banking crises. *Journal of Financial Intermediation* 7, 89-112.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M., (2007): Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics* 86, 1-39.
- Fahlenbrach, R., (2009): Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance* 13, 81-113.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003): Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-55.
- Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I., Yermack, D., (2012): How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics* 103, 41-60.
- Jensen, M., (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., Kitsabunnarat, P., (2012): Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services. *International Review of Economics and Finance* 22, 208-221.
- John, K., Litov, L., Yeung, B., (2008): Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance* 53, 1679-1728.



- Kroszner, R.S., Laeven, L. Klingebiel, D., (2007): Banking crises, financial dependence and growth. *Journal of Financial Economics* 84, 187-228.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (1999): Corporate ownership around the World. *The Journal of Finance* 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (2006): What works in securities laws? *The Journal of Finance* 61, 1-32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., (1997): Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., (1998): Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., (2000): Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance* 55, 1-33.
- Larcker, D. F., Ormazabal, G., Taylor, D. J., (2011): The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics* 101, 431-448.
- Mallin, C., (2004): Corporate Governance. New York: Oxford University Press.
- McColgan, P., (2001): Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective. Working paper N° 06/0203. University of Strathclyde.
- Mitton, T., (2002): A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Myers, S., (1984): The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 34, 575-592.
- Myers, S., Majluf, N., (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Öztekin, Ö., Flannery, M. J., (2012): Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics* 103, 88-112.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1997): A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52, pp. 737-783.



FISCALIDAD Y DESAPALANCAMIENTO SOCIETARIO. ALGUNAS CONSIDERACIONES

César García Novoa.
Catedrático de Derecho Financiero y Tributario.
Universidad de Santiago de Compostela.

I. INTRODUCCIÓN

La actual crisis económica tiene un origen cronológico muy claro, hasta el punto de que podríamos afirmar que su *acta fundacional* se sitúa en la declaración de insolvencia de la entidad de servicios financieros *Lehmans Brothers Holdings Inc*, en septiembre de 2008. La presente crisis tiene algunas características que la hacen peculiar y la diferencian de las cíclicas de los últimos años. Así, es una crisis cuyo origen se sitúa en un exceso de liquidez en los mercados, lo que generó una política de enorme expansión crediticia por parte de las entidades financieras de la que es exponente el fenómeno de los créditos hipotecarios *supprime* en Estados Unidos. Ello puso en evidencia defectos, no sólo en el funcionamiento de las entidades financieras, sino también en las entidades públicas reguladoras.

En términos económicos, la rentabilidad del capital propio de las empresas depende del volumen de endeudamiento y de la carga financiera que tengan que asumir.

En el caso de las empresas, resultó frecuente, en especial a partir de la segunda mitad de la década del 2000, un proceso de adquisición de activos con préstamos, que equivalía al endeudamiento para financiar su expansión. Ello no suscitaba grandes preocupaciones mientras la tasa de beneficio real o esperada de la operación financiada con intereses era superior al tipo de interés que se pagaba por los fondos

obtenidos vía préstamo. Pero cuando la tasa de beneficio cae en un contexto de crisis, el apalancamiento de las empresas pasa a ser un problema.

Ello explica el proceso de *desapalancamiento* emprendido en la zona euro. La crisis financiera que comenzó a mediados de 2007 y se consolidó a partir de 2008 «llevó a un replanteamiento de lo que constituye un nivel sostenible de deuda»¹. La mayoría de las *ratios* de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro «alcanzaron su máximo nivel en 2009 y se redujeron ligeramente hasta 2011...», momento en el que comienza un proceso de *desapalancamiento*. Este proceso se manifiesta de forma clara en un aumento exponencial del volumen de recursos internos que las empresas empiezan a acumular; así entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010, las sociedades no financieras europeas aumentaron notablemente sus beneficios no distribuidos, lo que tuvo su reflejo en el ahorro empresarial. Con cargo a esos beneficios se afrontaron aumentos de capital y se redujeron mediante operaciones de capitalización de créditos o de conversión de obligaciones en acciones, una parte importante de las deudas. Si en 2009 la media de ratio de endeudamiento en la zona euro estaba en un 46 por 100, a partir de ese

¹ Informe del Banco Central Europeo, *El endeudamiento de las empresas en la zona euro*, págs. 99 a 103.



momento comienza una ligera caída, que sitúa esta magnitud en un 43 por 100 en 2011.

En el caso español, lo que se puede afirmar es que la ratio deuda/PIB se situó encima del nivel de la zona del euro durante la mayor parte de este período. España no sólo partía de unos niveles de apalancamiento superiores, sino que su proceso de *desapalancamiento* ha sido mucho más lento.

Todo este proceso ha ido acompañado de un marco fiscal que ha favorecido el endeudamiento frente a la capitalización. El sistema fiscal permite deducir el interés pagado sobre fondos de financiación ajena (préstamos), porque son 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 la 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. Aunque, obviamente, los contribuyentes tendrán derecho al aprovechamiento de esta ventaja comparativa, y el aprovechamiento de las ventajas del endeudamiento será una lícita opción fiscal, como así se ha incluido en la codificación de supuestos en los que existe motivo económico válido, en los artículos 7771, 6662, 6662A, 6664 y 6676 del *Internal Revenue Code*.

Es obvio que esta ventaja comparativa (técnicamente, una situación de ausencia de neutralidad) fomenta el endeudamiento de las empresas. A ello hay que unir las amplias posibilidades que se abren para las empresas con las fórmulas de innovación financiera, a través de la *hybrid financing*. La innovación financiera permite a las empresas y otras entidades que desean obtener capital, elegir entre una gran variedad de instrumentos financieros que se pueden adaptar para satisfacer las necesidades específicas del negocio, permitiendo optar por el activo que mejor se adecúe a la fiscalidad de cada entidad.

Estamos pues, ante un marco dominado por la falta de neutralidad en cuanto al tratamiento de la deducibilidad de los intereses frente a los

dividendos. Y un marco que ha cambiado radicalmente con la adopción del Decreto-Ley 12/2012.

A estas cuestiones vamos a referirnos a continuación.

II. EL DEBATE *EQUITY-DEBT* Y SUS CONSECUENCIAS FISCALES

La falta de neutralidad del sistema fiscal, manifestada por la deducibilidad del pago de intereses frente a la no deducibilidad del pago de dividendos, es uno de los aspectos más destacados del régimen tributario de la financiación de las empresas. Esta 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. El único límite responde a una tradición antielusoria y ha tenido especial reflejo en el Reino Unido; la posibilidad de esta deducción está condicionada a que los gastos estén vinculados a rentas sometidas a tributación en el propio país, lo que en el caso europeo, ha planteado la posible vulneración del Derecho Comunitario cuando las acciones o participaciones adquiridas con los gastos que se pretenden deducir, son de una sociedad residente en otro Estado de la Unión Europea. La sentencia del TJCE *Bosal Holding BV*, As. C-168/01, de 18 de septiembre de 2003, obliga al legislador holandés a equiparar el tratamiento fiscal que reciben los gastos soportados por una entidad *holding*, vinculados a la adquisición o mantenimiento de su participación en una entidad residente –o que, sin ser residente, cuenta con un establecimiento permanente en territorio holandés– y el que se atribuye a dichos gastos cuando están conectados con entidades filiales no residentes, sin establecimiento permanente, en los Países Bajos.

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 podemos denominar, con carácter general, grupos multinacionales.

III. RELEVANCIA DEL ASPECTO INTERNACIONAL DEL PROBLEMA

En los grupos internacionales de sociedades, en los que la matriz está situada en un Estado y la filial en otro, es posible el endeudamiento de la matriz con la filial y viceversa. En el supuesto de que la filial financie a la matriz no residente, seguramente dicha filial prestamista será una *base company* situada en un Estado de fiscalidad privilegiada o de baja tributación, o, incluso, un paraíso fiscal. La reducción de bases imponibles a través del endeudamiento con filiales, son estrategias próximas a un *stepping stone*, que suele enfrentarse con la fórmula de la *foreign controlled corporation* o transparencia fiscal internacional.

En el caso de que sea la matriz la que financie a la filial, la matriz estará colocando capitales en forma de préstamo de forma paralela a los fondos invertidos en concepto de capital. De esta forma, la matriz, que es dueña de las participaciones de la filial es, además, prestamista. Y ello plantea una alternativa para la filial en cuanto a la obtención de fondos. Puede obtenerlos aumentando la matriz su participación mediante un aumento de capital. Y puede obtenerlo vía financiación, obteniendo préstamos de la matriz. En el primer caso, la filial pagará dividendos y en el segundo intereses.

En el primero se producirá el efecto, ya comentado, de que el beneficio de la filial sólo va a ser gravado en el Estado de residencia cuando se repatrié efectivamente en concepto de dividendo pagado por la filial a la matriz, lo que supone una matización del principio de renta mundial. Sólo aquella porción de renta generada por la filial y que es objeto de distribución a la matriz en concepto de dividendo es gravada en el Estado de residencia de la matriz. El pago de dividendos es, simplemente, una distribución de

renta gravable que excepciona la regla de renta mundial al no existir una consolidación fiscal: la parte de beneficio de la filial que no se distribuya a la matriz en concepto de dividendo no será gravada en el estado de residencia de la matriz, por mucho que ese Estado aplique la *worldwide income*.

En el segundo caso, el pago de los intereses supone el cómputo de una carga financiera deducible para determinar la renta neta, pues la generalidad de los ordenamientos, y en particular el español, consideran deducibles los gastos financieros, incluidos los intereses devengados por cualquier préstamo concertado por una entidad para financiar el desarrollo de sus actividades. Incluso el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha admitido una limitación a esa deducibilidad, que es la que se produce cuando el Estado de la fuente exige que los gastos se encuentren relacionados directamente con las actividades que hayan generado los rendimientos imponibles (sentencia *Scorpio* de 31 de octubre de 2006, C-290-04). Se trata de un gasto de la filial y un correlativo ingreso de la matriz. Esto es, ante un componente del beneficio fiscal, tanto en el Estado de la filial como en el Estado de la matriz: en el primero como un componente negativo y en el segundo como un componente positivo. El beneficio empresarial, después de los gastos financieros, debe tributar en el Estado donde se desarrolla esa actividad económica. El beneficio tributará en el Estado de residencia de la filial, pero siempre que se trate de un rendimiento neto. Por eso, el beneficio que tributará en el Estado donde la filial desarrolla la actividad económica será el beneficio después de deducir los gastos financieros. En cambio, los rendimientos del crédito que genera el endeudamiento con el que se financia esa actividad, tributan principalmente en el Estado de residencia del prestamista.

Este esquema se completaba con la tributación compartida en los Convenios de Doble Imposición que siguen el Modelo OCDE, para dividendos e intereses. El gravamen en la fuente de los intereses «pagados» permite al Estado de residencia de la sociedad pagadora de tales intereses recuperar parte de la fiscalidad teóri-



camente perdida al aceptar la deducción de aquéllos.

Pero además, la opción por el aumento de capital o por el endeudamiento es una opción económica de primera magnitud, pues la filial decidirá si aumenta sus recursos propios o incrementa sus recursos ajenos, sin que existan normas, mercantiles o fiscales, que regulen la proporción que deben observar los recursos propios y ajenos en la financiación de una sociedad. Por ello, y ante esta indiferencia, el factor fiscal parece ser relevante. Y relevante es la existencia de una neutralidad fiscal.

En lo relativo a la sociedad *inversionista*, esto es, a la matriz que puede optar por financiar a su filial mediante un préstamo o aumentando su participación accionarial, en ambos casos el rendimiento percibido tributará en el Estado de residencia; el factor fiscal que supone la doble imposición jurídica provocada por el gravamen en la fuente se ve atenuada o mitigada por la fijación de una tributación limitada a través de los Convenios de Doble Imposición o por la eliminación de dicha imposición en la fuente en el ámbito del Derecho europeo. A su vez, el agravante comparativo que supone la doble imposición económica que concurre en la tributación de los dividendos también se ve mitigada por la adopción, por parte de los Estados de residencia, de las matrices de métodos de exención.

Todos estos datos refuerzan la tendencia a la ubicación de la carga fiscal del beneficio empresarial en el Estado de la residencia de la entidad participada. El gravamen en la fuente se limita o elimina, por el efecto combinado de los Convenios de Doble Imposición, las Directivas comunitarias y la extensión del sistema de exención como método para evitar la doble imposición. Ello supone, en la práctica, limitar el gravamen del beneficio empresarial al que corresponda al Estado de residencia de la entidad participada (sociedad filial). Pero con un importante matiz: dicho gravamen tendrá lugar después de la deducción de los gastos financieros.

Como apunta DELGADO PACHECO, de esta manera, «el sistema es neutral respecto de la

decisión acerca de distribuir o no dividendos, pero no es neutral en cuanto a la forma de financiación de una compañía, pues la ubicación del beneficio gravable dependerá de los gastos financieros que se detraigan o deduzcan del beneficio de la actividad»². La deducibilidad de los gastos financieros tiene, pues, enorme importancia.

En la medida en que los gastos financieros son siempre deducibles, cuando un grupo multinacional planifique a nivel internacional la carga fiscal total seguramente optará por articular préstamos de sus *matrices* en Estados de baja tributación a favor de filiales en países de tributación alta. De esta manera se conseguirá que los gastos financieros mermen la base imponible de jurisdicciones de elevada tributación sobre el beneficio empresarial, al mismo tiempo que los correlativos ingresos financieros se someten a imposición en jurisdicciones favorables, bien por su menor tributación sobre ese beneficio empresarial o bien por contemplar un tratamiento favorable para los intereses³.

Precisamente, estas expectativas de planificación fiscal evitan que se pueda hablar de neutralidad en la forma de financiación de las sociedades situadas en países que contemplan una tributación media o alta para los beneficios empresariales. Por tanto, la conclusión es evidente: 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.

De manera que todo lo que se ha ganado en neutralidad a lo largo de la historia reciente de la tributación internacional, en cuanto a la tributación por renta mundial en el Estado de residencia de las sociedades matrices y en cuanto a la decisión de distribuir o no dividendos, se pierde

² DELGADO PACHECO, A., «Las medidas antileusión en la fiscalidad internacional», *Nuevas tendencias en Economía y Fiscalidad Internacional*, op. cit., pág. 101.

³ SANZ GADEA, E., «La ubicación de la carga financiera en los grupos multinacionales (I)», *Crónica Tributaria*, nº 136, 2010, pág. 177.



en lo relativo a la decisión de cómo se financia una compañía con cargo a su matriz. Sobre todo porque la decisión de hacerlo incrementando el endeudamiento puede ir guiada por la intención de erosionar la base imponible en el país de residencia de la filial a favor del país de localización del centro financiero, provocando una auténtica *fiscal degradation*.

En suma, las fórmulas de financiación no son neutrales. 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, teniendo en cuenta el concepto amplio de tales aportaciones que viene manejando el Tribunal Supremo (por ejemplo, en la sentencia de 6 de marzo de 2012, donde considera aportación de fondos la condonación de préstamos a una filial si se hace con *animus donandi*).

Ello provoca una situación próxima a lo que se suele denominar arbitraje fiscal (*tax arbitrage*) que consiste en la posibilidad de obtener un tratamiento fiscal asimétrico para las distintas facetas de una operación que resulta en la obtención de una ventaja fiscal⁴. Se trata, en suma, de operaciones que, como dice RING, aunque no sean económicamente rentables antes de impuestos, lo son a partir de su tratamiento fiscal⁵.

Pues bien: cuando el recurso de la filial al endeudamiento con la matriz se justifica sólo por motivos fiscales, y se lleva a cabo en función de la especial vinculación que une a ambas entidades, podemos encontrarnos ante una anomalía, frente a la cual se implementan cláusulas especiales antielusión, en especial de subcapitalización. Así, los Estados de residencia de las sociedades filiales de un centro financiero o matriz prestamista protegen sus bases imponibles previendo en sus

respectivos ordenamientos una clásica cláusula antielusoria especial: la *subcapitalización*, *infracapitalización*, o capitalización delgada (*thin capitalization*)⁶.

IV. LA SUBCAPITALIZACIÓN COMO MECANISMO DE REACCIÓN CONTRA EL ABUSO EN LA OPCIÓN DE FINANCIACIÓN MEDIANTE PRÉSTAMOS

La propia idea de *subcapitalización* o *infracapitalización* nos remite a una situación en la cual el capital es menor de lo que debiera. Obviamente, no nos estamos refiriendo a la falta de capitalización sino una situación de *capitalización delgada*. La sociedad filial tiene recursos, por lo que puede hacer frente a sus deudas, pero esos recursos han sido suministrados por la matriz en forma de préstamo, no en forma de aportaciones de capital, por lo que el capital prestado se haya fuera de la responsabilidad de los acreedores sociales⁷.

En principio, este presupuesto de hecho de la subcapitalización no debería suscitar mayores problemas, ya que el sistema fiscal no debería interferir sobre la decisión de suministrar fondos a la filial en concepto de capital o en concepto de préstamo. No obstante, dicha neutralidad quebraría en dos situaciones.

En primer lugar, teniendo en cuenta la regla de la empresa separada, las operaciones entre las sociedades de un grupo multinacional son relevantes y deben sujetarse al principio *arm's length*. En tanto nos encontraríamos ante operaciones

⁴ SHAVIRO, D.N., *Corporate Tax Shelters in a Global Economy. Why They are a Problem and We Can Do About It*, American Enterprise Institute Press, Washington, DC, 2004, págs. 36 y 37.

⁵ RING, D.M., «One Nation Among Many: Policy Implications of Cross Border Tax Arbitrage», *Boston College Tax Review*, vol. 44, 2002, pág. 79.

⁶ CALDERÓN CARRERO, J.M.: «Estudio de la normativa española sobre subcapitalización de sociedades a la luz del principio de no discriminación: análisis de su compatibilidad con los CDIs y con el ordenamiento comunitario», *Crónica Tributaria*, n.º 76, 1995, pág. 122.

⁷ PALAO TABOADA, C., «Límites a la aplicación de la norma española contra la subcapitalización: estado de la cuestión», IEE de Galicia, Paper Works, Banco Pastor, Fundación Barrié de la Maza, A Coruña, 2000, pág. 63; MAGRANER MORENO, F.J., *La coordinación del Impuesto sobre Sociedades en la Unión Europea*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2009, pág. 118.



entre partes no independientes debería valorarse si la concesión de préstamo por parte de la matriz a la filial se efectuaría de la misma forma en condiciones normales de mercado.

En segundo, la vinculación existente entre el prestamista y la sociedad también será relevante 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. De esta manera, estaremos ante verdaderos supuestos de elusión o simulación⁸.

En el caso de que el pago de intereses forme parte de una actividad fraudulenta, ello debe ser combatido aplicando las correspondientes cláusulas antiabuso y, en último término, recurriendo al principio *substance over forms*. Obviamente, el pago de intereses tendrá que ser un comportamiento abusivo del contribuyente, lo que exigirá analizar el endeudamiento previo que justifica tal pago de intereses. Y habrá que determinar en cada caso concreto si la actividad tiene motivo económico válido. Así, en España, el Tribunal Económico-Administrativo Central, en resolución de 8 de octubre de 2009, recuerda que es lícito para una compañía endeudarse para adquirir algo, lo que no es admisible es que se invierta la relación causa-efecto. Lo normal es que el fin sea adquirir algo y para ello la sociedad se endeude. Lo inadmisibles es que la finalidad sea endeudarse para provocar el pago de unos intereses a una entidad perteneciente al mismo grupo, de modo que se busque una adquisición para aparentar la necesidad de ese endeudamiento.

Y desde un segundo punto de vista, lo relevante en la subcapitalización es que la concesión del préstamo, normalmente por la matriz a la filial, se haya hecho en condiciones distintas a las de mercado o a las que concurrirían en situación de independencia. Se estaría vulnerando el prin-

cipio de independencia, por lo que habría que afrontar las situaciones de subcapitalización aplicando el principio *arm's length*.

La subcapitalización, antes de la entrada en vigor del Decreto-Ley 12/2012, de 30 de marzo, se regulaba en el artículo 20 del actual Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (en adelante TRLIS), que, en síntesis, impedía la deducción como gastos de los intereses devengados como consecuencia de un endeudamiento que el legislador reputaba excesivo y merecedor del tratamiento de los fondos propios, es decir, disponiendo su no deducibilidad como si de dividendos se tratase. De esta manera, el artículo 20 del TRLIS, en su apartado 1, disponía que cuando el endeudamiento neto remunerado, directo o indirecto, de una entidad, excluidas las entidades financieras, con otra u otras personas o entidades no residentes en territorio español con las que estuviese vinculada, excediese del resultado de aplicar el coeficiente 3 a la cifra del capital fiscal, los intereses devengados que correspondiesen al exceso tendrían la consideración de dividendos.

Muchos problemas planteaba este precepto antes de su modificación por el citado Decreto-Ley. Así, el sistema de *ratio* fija de endeudamiento suscitaba el problema de su compatibilidad con el principio de independencia que rige la tributación de internacional de las sociedades. Y ello porque si el presupuesto para aplicar la cláusula de subcapitalización se circunscribe a una aplicación automática de un coeficiente de endeudamiento parece que se excluye la posibilidad de probar que tal endeudamiento se ha llevado a cabo en condiciones que no difieran de las normales de mercado.

Además, un sistema de subcapitalización basado en una *ratio* fija supone que la cláusula operará a partir de que tal nivel de endeudamiento resulte superado con una entidad vinculada no residente. Superado ese porcentaje de endeudamiento el interés pagado se cataloga por la norma como dividendo, configurando de esta manera una ficción jurídica. La consecuencia más importante, aunque no la única, de esta

⁸ MAGRANER MORENO, F.J., *La coordinación del Impuesto sobre Sociedades en la Unión Europea*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2009, pág. 119.



determinación legal es que tal interés es gasto no deducible para la entidad que paga esos intereses.

Así, la calificación de la renta como dividendo tiene un efecto pleno en todos los sentidos, aunque, obviamente, para que ello sea posible deberá existir entre la sociedad prestamista y la que recibe el préstamo una relación matriz-filial; esto es, que la que cobra el interés sea socia de la compañía que lo paga.

Si la sociedad que percibe el interés *excesivo* es la matriz de la que los paga, la calificación de lo cobrado como dividendo en la sociedad perceptora sólo dependerá de que el Estado de residencia de la sociedad perceptora esté dispuesto a llevar a cabo esta recalificación. Si el Estado de residencia de la sociedad perceptora no recalifica habrá una asimetría en la calificación; una misma renta será calificada como dividendo en el Estado de la sociedad pagadora y como interés en el de la compañía que cobra esa renta. En este sentido, el Informe OCDE sobre Subcapitalización (OECD, *Thin Capitalisation*, París, 1992) puso de manifiesto el consenso OCDE sobre la prevalencia de la cláusula de dividendos sobre la de intereses, allí donde se pudiera plantear un solapamiento (categoría tercera del art. 10.3 del Modelo de Convenio de la OCDE).

También se planteaban problemas de compatibilidad de la cláusula con el propio Modelo de la OCDE y, por ende, con los Convenios de Doble Imposición firmados al amparo del mismo.

El primer problema de compatibilidad de la subcapitalización con el Modelo OCDE es muy claro: el Modelo no hace expresa mención a la subcapitalización. Ante el silencio del Modelo, el primer planteamiento es el de averiguar si, dado que la subcapitalización consiste en tratar unos intereses como dividendos, ello es posible hacerlo en el marco de una Convenio concertado según el Modelo OCDE. Y si es posible hacerlo persiguiendo una finalidad antielusoria. Esta posibilidad no es factible ya que el párrafo 25 del Comentario al art. 10 del Modelo OCDE dice que sólo se podrá calificar como dividendo el pago de unos intereses cuando el prestamista

«comparta efectivamente los riesgos de la sociedad», lo que no concurre necesariamente en todos los supuestos de subcapitalización.

Por tanto, dado que el Modelo OCDE no hace referencia a la cláusula de subcapitalización, su aplicación debería llevarse a cabo desde la legislación doméstica de los Estados firmantes del Convenio. Surge aquí toda la polémica relativa a la compatibilidad de las cláusulas antiabuso internas con los Convenios de Doble Imposición. Esta compatibilidad se salvaguarda expresamente en algunos convenios firmados recientemente por España, por ejemplo, con Alemania.

Curiosamente, la OCDE ha proclamado la compatibilidad de la norma de subcapitalización con un Convenio de Doble Imposición. Así, a través de los comentarios al artículo 24 del Modelo, la OCDE sostiene claramente esta compatibilidad. Para la OCDE, una norma como la de subcapitalización no atentaría contra el principio de no discriminación, a pesar de la redacción del apartado 5 de ese artículo 24 del Modelo OCDE. Conforme a este precepto, una entidad residente en un Estado, controlada o participada por entidades residentes en el otro Estado, no puede ser sometida en el primero a tributos más gravosos que los que recaigan sobre el resto de las entidades residentes en aquel Estado. Podría entenderse pues que la norma de subcapitalización resulta contraria a este principio, al afectar sólo a entidades vinculadas a otras no residentes.

Sin embargo, el párrafo 58 de los comentarios a este artículo 24 señala que esta norma debe ponerse en relación con el apartado 4 anterior y, en suma, con lo previsto en los artículos 9.1 y 11.6 del propio Modelo de Convenio de la OCDE. La norma de subcapitalización encajaría pues en el ámbito de las normas relativas a operaciones entre entidades asociadas o vinculadas. En este contexto, el párrafo 3 de los comentarios al artículo 9 proclama la compatibilidad entre un Convenio de Doble Imposición y la norma de subcapitalización siempre que ésta responda al principio de libre competencia.

Por tanto, sólo cabe encajar la subcapitalización en el marco de un Convenio de Doble



Imposición elaborado siguiendo el Modelo OCDE si la cláusula de subcapitalización se trata como parte del régimen jurídico de los precios de transferencia entre entidades vinculadas y, por tanto, si la cláusula responde al principio *arm's length*.

Por tanto, la adecuación de las normas de subcapitalización a los Convenios de Doble Imposición, exigiría el tratamiento del fenómeno de la *thin capitalization* en el marco de las reglas de precios de transferencia.

La incompatibilidad de la figura de la subcapitalización con las disposiciones de los Convenios de Doble Imposición suscritos al amparo del Modelo OCDE ha sido puesta de manifiesto por la jurisprudencia del Tribunal Supremo, en las sentencias de 17 de marzo y 2 de noviembre de 2011. En interpretación del Convenio España-Suiza, el Tribunal afirma que si en un Convenio se recoge una norma de no discriminación del artículo 24 del Modelo OCDE, y, en concreto, la relativa al primer párrafo de este precepto, no se podría aplicar ninguna medida legal interna que pudiera ser contraria a la regla general del artículo 24,1 del Modelos OCDE⁹. Entre estas disposiciones estarían la subcapitalización, que no podría aplicarse en presencia de una disposición de este tipo (que se incluye en todos los Convenios de Doble Imposición firmados por España, salvo con Australia), salvo que la norma la norma de subcapitalización fuese de obligatoria aplicación, también, a los hechos imponderables domésticos.

A ello hay que unir los problemas de compatibilidad de la subcapitalización con el Derecho Europeo, puestos de manifiesto a partir de la sentencia *Lankhorst* del Tribunal de la Unión Europea.

⁹ El primer párrafo del artículo 24 del Modelo OCDE dispone que: los nacionales de un Estado contratante no serán sometidos en el otro Estado contratante a ningún impuesto u obligación relativa al mismo que no se exijan o que sean más gravosos que aquellos a los que estén o puedan estar sometidos los nacionales de ese otro Estado que se encuentren en las mismas condiciones, en particular con respecto a la residencia.

V. CONTRADICCIÓN DE LA CLÁUSULA DE SUBCAPITALIZACIÓN CON EL DERECHO COMUNITARIO. EL JUEGO DE LA LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y LA SENTENCIA *LANKHORST*

El Derecho Comunitario europeo admite que los Estados adopten medidas internas contra la elusión, siempre y cuando las mismas no supongan negar las libertades comunitarias básicas. Recordemos lo señalado por la sentencia *Centros*, de 9 de marzo de 1999 (As. C-212/97): las medidas antielusorias de Derecho interno deben aplicarse de manera no discriminatoria, estar justificadas por razones imperiosas de interés general, y ser adecuadas para garantizar la realización del objetivo que persiguen, sin ir más allá de lo necesario para alcanzar dicho objetivo. Es decir: han de ser proporcionadas. Y la proporcionalidad ha sido la piedra angular de la admisibilidad por la jurisprudencia de las medidas internas para hacer frente a la elusión fiscal –sentencias *Vestergaard* de 28 de octubre de 1999 (As. C-55/98), o *Baxter* de 8 de julio de 1999 (As. C-254)–, sin que se admita la regla de coherencia interna, según la cual las limitaciones de ventajas o beneficios fiscales para los no residentes se justifican como exigencia derivada del propio sistema tributario en el que se insertan –así la sentencia *Verkooijen* de 6 de junio de 2000 (As. C-35/98)–.

Pero el Tribunal de Justicia de la Unión Europea se pronunció expresamente sobre la cláusula de subcapitalización en la sentencia *Lankhorst-Hohorst*, de 12 de diciembre de 2002 (As. C-324/00), en concreto la prevista en el ordenamiento alemán que contempla una ratio de endeudamiento fija de 3¹⁰. Para el TJUE, el riesgo de evasión fiscal no puede justificar una fic-

¹⁰ En el caso de la sentencia, la sociedad alemana *Lankhorst-Hohorst GmbH*, recibió un préstamo en condiciones especialmente favorables de una sociedad holandesa único socio de otra también holandesa, que a su vez lo era de la primera. El Tribunal Fiscal de Münster, al que se sometió el litigio, planteó la cuestión prejudicial al TJCE por considerar que la norma alemana, al discriminar a las filiales de sociedades no residentes, como era este el caso, frente a las de sociedades residentes podía infringir la libertad de establecimiento.



ción legal de estas características, que sólo se aplicaba cuando el prestamista era no residente. El Tribunal concluye en la citada resolución *Lankhorst-Hohorst* que la subcapitalización no persigue un objetivo legítimo compatible con el Tratado y no se justifica por razones imperiosas de interés general. Recuerda el Tribunal de Luxemburgo que las cláusulas antielusión, para respetar la regla general de proporcionalidad, deben permitir enjuiciar los hechos caso por caso. No sería acorde con las exigencias de proporcionalidad una cláusula de aplicación automática a todas las situaciones previsiblemente elusorias.

Por tanto, la subcapitalización no es en sí misma contraria a las libertades comunitarias y, en especial, a la libertad de establecimiento, sino en la medida en que su regulación provoque efectos discriminatorios. Lo que ha llevado a que los diversos Estados miembros de la Unión Europea hayan procedido a modificar su normativa en materia de subcapitalización para disipar esos posibles efectos discriminatorios. Así lo pone de manifiesto el Informe *Structures of the Taxation Systems in the European Union: 1995/2004*, elaborado por la Comisión Europea (Doc. TAXUD E4/2006/DOC 3201), que hace una puntual descripción de la situación de la subcapitalización en Europa. El Informe expone como, por ejemplo, Francia ha introducido nuevas normas para limitar la subcapitalización a partir de 1997, línea que han seguido también países como Polonia y Portugal. Y describe como países como Alemania, Holanda, Italia o el Reino Unido han modificado su normativa interna en materia de subcapitalización procediendo a extenderla a operaciones entre sujetos nacionales para evitar el efecto discriminatorio. Como podemos comprobar, muchos Estados de la Unión Europea han optado por extender la subcapitalización a las operaciones de filiales con matices residentes, en la convicción de que esta reforma disiparía el efecto discriminatorio. Pero de esta tendencia se ha desmarcado España, que ha procedido, mediante Ley de Medidas Administrativas y de Orden Social, 62/2003, de 30 de diciembre, 2004, y con efectos del 1 de enero de 2004, a determinar la inaplicación de la subcapitalización cuando la entidad

prestamista se encuentre en un Estado miembro de la Unión Europea. Así, la Ley 62/2003 ha añadido un apartado cuarto al artículo 20 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, a la sazón vigente. En el mismo se exclúan de la aplicación de la subcapitalización las operaciones en las cuales el prestamista fuese una entidad residente en un Estado miembro de la Unión Europea, «salvo que resida en un territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal»¹¹.

Esta situación provocó en España problemas en orden a una aplicación racional de la cláusula, singularmente en el caso de préstamos *back to back*, otorgados por una entidad residente en un país miembro de la Unión Europea pero con fondos recibidos de una entidad vinculada y no residente en la Unión Europea. Se planteaba en este caso si cabría aplicar la subcapitalización a través de la técnica del endeudamiento indirecto, que jugaría como una cláusula antiabuso o regla de transparencia o *look-through*, puesto que la prestamista radicada en el país de la Unión Europea sería una *prestamista formal*, interpuesta entre la sociedad prestataria residente en España y la verdadera prestamista, situada en un Estado no perteneciente a la Unión Europea.

De esta manera, la cláusula de subcapitalización se fue adaptando en su aplicación a las nuevas situaciones elusivas que iban surgiendo con la finalidad de evitar el efecto de la misma sobre entidades no residentes, situadas fuera de la Unión Europea, sobre todo mediante su aplicación a situaciones de *endeudamiento indirecto*. De hecho, la discusión en torno a la aplicación en casos de endeudamiento indirecto se ha venido suscitando en relación con ciertos instrumentos financieros como las *cartas de conformidad*. Se trata de supuestos en los que la entidad vinculada no residente se limita a conceder a la sociedad residente una carta de conformidad, o *comfort letter* siguiendo la terminología anglosajona, en la que la entidad prestamista no residente realiza un

¹¹ MAGRANER MORENO, F.J., La coordinación del Impuesto sobre Sociedades en la Unión Europea, op. cit., pág. 125.



conjunto de manifestaciones a la entidad financiadora tendentes a la concesión de la financiación requerida por la entidad española, aunque sin incurrir formalmente en el otorgamiento de garantías. La cuestión es si a estas situaciones cabría aplicarles la figura de la subcapitalización, al entender que concurriría un supuesto de endeudamiento indirecto.

La Dirección General de Tributos venía entendiendo que sólo podía hablarse de endeudamiento indirecto cuando la entidad vinculada no residente ofrece a la *endeudada*, garantías formales y concretas, con fuerza ejecutiva, lo que tendría lugar, por ejemplo, con la concesión de un aval. Así, en la respuesta a consulta V1210-01, relativa a un supuesto de otorgamiento de *comfort letter* por una entidad vinculada no residente a la entidad financiera, la Dirección General de Tributos determinó que no habría endeudamiento indirecto porque «la posible insolvencia del deudor residente no queda jurídicamente cubierta por aquella...»¹².

Distinta ha sido la postura manejada por el TEAC y por la Audiencia Nacional. Así, el TEAC en resolución de 10 de junio de 2004¹³, consideró que las *comfort letters* son «(...) un conjunto de declaraciones orientadas no sólo a transmitir confianza sino también a asegurar el cumplimiento de la operación; (...)» con las que se permite a la entidad española tener acceso a una financiación que difícilmente se hubiera podido concertar en el mercado. Esto es, considera que, dado que es la *comfort letter* la que permite a la entidad española el acceso a la financiación, se trata de un claro caso de financiación indirecta a pesar de que, formal y contractualmente, la entidad financiera no pueda acudir a la entidad vinculada no residente que la otorgó en caso de que la entidad española incumpla su obligación de repago. Este criterio lo confirmó la Audiencia Nacional, en la sentencia de 9 de octubre de 2006¹⁴.

Sin embargo, el Tribunal Supremo vino a zanjar la polémica cuando rechazó la aplicación de la regla de subcapitalización a supuestos en los que la entidad vinculada no residente se limita a otorgar a la entidad financiera un *comfort letter* que no constituye formalmente una garantía. En la sentencia de 17 de marzo de 2011, entiende que hay que optar por una interpretación finalista de la subcapitalización. Si la finalidad de la norma es evitar el *desplazamiento de bases imponibles*, esto es, que los intereses pagados por la sociedad filial residente por los créditos recibidos, directa o indirectamente, sean percibidos por la entidad vinculada no residente en su condición de prestamista o garante, sólo podría aplicarse la figura cuando realmente existiese un prestamista o garante, lo que no se da cuando se concede una *carta de conformidad*.¹⁵

Al margen de la concurrencia del presupuesto de la subcapitalización, la regla general era la deducibilidad de todos los intereses satisfechos, incluso cuando tal deducción tuviese como objeto retribuir préstamos efectuados dentro del grupo para la compra de acciones o participaciones de entidades del propio grupo de sociedades. Incluso esa deducibilidad es posible en el marco de *fusiones apalancadas*, contenidas en el artículo 35 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles. Se trata de una operación de fusión, es decir, una integración jurídica de dos entidades, una de las cuales se ha endeudado para adquirir el control de la otra. Es decir, una fusión precedida de una compra apalancada de empresas o *leveraged buy-out*. La entidad adquirente puede ser la dominante que adquiere la dominada o viceversa. Lo que se excluye es que el endeudamiento proceda de un préstamo que la adquirida concede a la adquirente. Es decir, existe lo que se

¹² GARCIA ROZADO, B., *Guía del Impuesto de Sociedades*, 2008, Ciss, Wolters Kluwer, Valencia, 2008, pág. 456.

¹³ NFJ018180.

¹⁴ NFJ024380.

¹⁵ Dice la sentencia del Tribunal Supremo de 17 de marzo de 2011 que «(...) sólo cuando la Administración acredite que se produce o se va a producir la base y razón de ser de la norma de subcapitalización, que no es otra que la elusión fiscal mediante la erosión de las bases tributarias españolas a favor de otra entidad del mismo grupo y no residente en España, es cuando adquiere sentido la aplicación (...)»



denomina *prohibición general de asistencia financiera*, proscribiendo a las sociedades el anticipo de fondos, la concesión de préstamos, la prestación de garantías y la concesión de cualquier tipo de asistencia financiera dirigida a permitir la adquisición por un tercero de la propia entidad. Y aunque la Ley 3/2009 no modifica la prohibición general de asistencia financiera, parece que el legislador sí ha querido excluir de dicha prohibición a las fusiones posteriores a compras apalancadas, lo que indirectamente es una limitación a la deducibilidad de gastos financieros.

Sin embargo, esta deducibilidad sin límite de los intereses unida a frecuentes situaciones de generación artificial de gastos financieros, era una de las grandes mermas recaudatorias del sistema tributario 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, un auténtico *loophole tax*, fue lo que llevó replantear toda la fiscalidad de los intereses, con la aprobación del Decreto-Ley 12/2012, de 30 de marzo.

VI. DE LA SUBCAPITALIZACIÓN A LA LIMITACIÓN DE LA DEDUCCIÓN DE INTERESES EL DECRETO-LEY 12/2012

Como hemos dicho, la superación de la deducción ilimitada de los intereses tiene lugar con la aprobación del Decreto-Ley 12/2012, de 30 de marzo. Esta norma ha dado nueva redacción al artículo 20 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, relativo a la subcapitalización, con efectos para los períodos impositivos que se inicien a partir de 1 de enero de 2012.

El Decreto-Ley ha supuesto la quiebra de ese principio básico tradicional en nuestro ordenamiento tributario y al que ya nos hemos referido: el de que los gastos necesarios para retribuir a los fondos propios, básicamente a los dividendos, no

son deducibles, mientras que los gastos incurridos en retribuir los fondos ajenos, fundamentalmente los intereses, sí son deducibles. El Decreto-Ley establece una exclusión y una limitación a la deducibilidad de los intereses¹⁶.

Así, en primer lugar, se incluye un caso de no deducibilidad de los intereses, articulado como un supuesto de gasto no deducible del artículo 14 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Recordemos que los intereses destinados a la adquisición de acciones o participaciones deben considerarse gastos deducibles porque adquirir acciones o participaciones de otra entidad supone adquirir *bienes empresariales*¹⁷. Si las participaciones que materializan la toma de control deben contabilizarse, es que tal toma de control es, al menos en ciertos casos, una actividad empresarial¹⁸.

¹⁶ DE LA TORRE DIAZ, F., «La limitación de la deducibilidad de los gastos financieros en el RDL 12/2012», *Actum Fiscal*, nº 63, mayo 2012, pág. 53.

¹⁷ Las acciones o participaciones que una entidad tenga en el capital social de otra entidad son, en principio, bienes afectos, a una actividad empresarial, y como tal se contabilizan. Así, la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 28, aprobada por el IASB – *International Accounting Standards Board*, heredero del IAB (*International Accounting Standards Board*) y el IAS/IFRS (*International Accounting Standards*), y aplicable a los inversionistas, regula la contabilización de las inversiones en asociadas y destinadas a obtener el control de otra entidad, entendiéndose como «control de una empresa», el poder para dirigir las políticas financieras y operativas de la empresa.

¹⁸ Así queda claro en la legislación española, en cuya norma reguladora del Impuesto de Sociedades (Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades) se prevé el estímulo de la reinversión de las rentas obtenidas mediante la transmisión de elementos patrimoniales de las empresas, a través de la denominada *deducción por reinversión de beneficios extraordinarios*, prevista en el artículo 42 del RD Legislativo 4/2004, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, que facilita la renovación del inmovilizado al ofrecer una ventaja fiscal considerable, consistente en una deducción en cuota de un veinte por ciento del beneficio generado. Pues bien; esta deducción se podrá aplicar cuando la renta haya sido generada por la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de toda clase de entidades que otorguen una participación no inferior al 5 por 100 sobre su capital, lo que supone que estas participaciones son *elementos patrimoniales afectos*. Y la reinversión de beneficios extraordinarios puede también tener lugar en acciones y participaciones. Esto es, la ley española entiende que las acciones y participaciones en que se materializa una toma de participación son elementos patrimoniales; esto es, bienes afectos, y como tales se contabilizan aplicando la NIC 28. Por tanto; la adquisición de un bien empresarial es actividad empresarial. Y la toma de

Según esta nueva previsión del artículo 14 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, no se deducen los gastos financieros por préstamos de sociedades del grupo destinados a adquirir otras participaciones del grupo, asumiéndose el concepto de grupo incluido en el artículo 42 del Código de Comercio. Esta exclusión de la deducibilidad responde a la estructura ordinaria de una cláusula antielusiva, fijándose una especie de justificación basada en el motivo económico válido, de manera que esta prohibición de deducir no se aplicará cuando las operaciones sean razonables desde el punto de vista económico. El canon de razonabilidad previsto en la norma incluye entre este tipo de operaciones el supuesto de que la adquisición de participaciones tenga lugar en el marco de una reestructuración empresarial. Por reestructuración empresarial habría que entender las operaciones incluidas en la Ley 3/2009, de 3 de abril que establece un régimen general aplicable, salvo disposición en contrario, a cualquier sociedad mercantil, regulando una pluralidad de operaciones societarias, como la fusión, la cesión global de activo y pasivo, la escisión y el traslado de domicilio.

De manera que, aunque con deficiencias técnicas, parece que la nueva regla de no deducibilidad lo que pretende es combatir la generación artificiosa o abusiva de pasivos (pago de intereses a no residentes, situados en Estados con una tributación más reducida para los ingresos de las sociedades), que, en los últimos tiempos, venían siendo objeto de actas por la Inspección¹⁹. De esta forma, y ante lo que la Agencia Tributaria venía calificando como un comportamiento abusivo, se decide la implantación de una medida legal que jugaría el rol de una cláusula especial antiabuso, ante las dificultades de acudir a las distintas modalidades de cláusulas generales. Y, ello porque, aunque la Administración tributaria

control de otra entidad, adquiriendo sus acciones y participaciones, será, al menos en ciertos casos, actividad empresarial.

¹⁹ DE LA TORRE DIAZ, F., «La limitación de la deducibilidad de los gastos financieros en el RDL 12/2012», op. cit., pág. 53.

mostró cierta propensión a aplicar a estas operaciones de endeudamiento la cláusula de conflicto del artículo 15 de la Ley General Tributaria o la de simulación del 16, el TEAC, mediante resolución de 1 de junio de 2010, negó el carácter abusivo de las operaciones de endeudamiento en el grupo, al no concurrir la nota de artificiosidad, por existir una realidad económica que justificaba la operación y que, en el caso enjuiciado, era la centralización de la gestión en el mercado español y la consecución de la eficacia en la organización²⁰.

Frente a la aplicación de la subcapitalización como única medida para limitar la deducibilidad de gastos financieros, la orientación internacional en cuanto a la forma de afrontar, desde el punto de vista tributario, el endeudamiento de los grupos de sociedades, se ha bifurcado en dos planteamientos claramente diferenciados. Mientras la OCDE mantiene su apuesta por los métodos basados en *ratio fija* de endeudamiento, la Unión Europea optó desde hace tiempo por una limitación de la deducción de los intereses cuando, ante un supuesto de falta de intercambio de información, se pagan intereses a una entidad vinculada no residente en la Unión Europea. Y siempre que el tipo de tributación en el Estado donde radica dicha entidad sea inferior a la media de la alícuota aplicable en el resto de Estados miembros o se encuentre sujeta a un régimen fiscal que supone una tributación sustancialmente más baja que la derivada del régimen de la base consolidada europea.

Es así que, frente al contenido del artículo 21 del Texto Refundido del Impuesto sobre Socie-

²⁰ Por el contrario, el propio TEAC en la resolución de 25 de junio de 2009, entendió que sí se podía hablar de fraude de ley cuando tuviera lugar un «un intercambio de participaciones dentro del Grupo de empresas con la finalidad de generar gastos financieros en las entidades españolas del Grupo que se compensan con las rentas positivas obtenidas de la empresa operativa con el resultado de que estas rentas quedan sin tributar», no concurriendo «razones de fiscalidad internacional que impidan la aplicación de la figura de fraude de ley ya que no existe distinción o restricción en que se trate de residentes o no residentes».

DE LA TORRE DIAZ, F., «La limitación de la deducibilidad de los gastos financieros en el RDL 12/2012», op. cit., pág. 53.



dades, que incluía un regla de subcapitalización a través de un método basado en *ratio fijo* de endeudamiento, el Decreto-Ley 12/2012 acoge la tendencia en la Unión Europea, y que se manifestó, por primera vez, en la propuesta de la Comisión Europea de 16 de marzo de 2011, sobre Base Imponible Común Consolidada del Impuesto sobre Sociedades (*Common Consolidated Corporate Tax Base – CCCTB*), en la que ya se incluyó el criterio de establecer un límite general a la deducibilidad de los intereses. Sería el Consejo ECOFIN de 8 de junio de 2010, que contempló, en una recomendación respecto de la normativa antielusión y antifraude, sustituir las reglas de capitalización delgada por un límite general a la deducción de intereses. Este límite consistiría en un porcentaje sobre el nivel de deuda respecto a ciertas magnitudes: o bien el importe de intereses netos respecto del EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation*), o bien el nivel de deuda respecto de los fondos propios en comparación con este mismo parámetro a nivel de grupo.

De manera que, por efecto del Decreto-Ley 12/2012, la subcapitalización ya no se contempla en el ordenamiento español como un endeudamiento vinculado excesivo sino como una situación objetiva de exceso de intereses, pagados tanto a entidades vinculadas como a aquellas con las que no existe una relación de dependencia. Es lo que se conoce como *earning-stripping rule*, según la cual los límites se establecen con independencia de la situación en la que tenga lugar el endeudamiento. De manera que se trata igual el endeudamiento vinculado y el no vinculado, y de manera semejante el endeudamiento interno y el externo.

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.

La limitación se refiere a los gastos financieros netos, y éstos han de entenderse como el exceso de gastos financieros respecto de los ingresos derivados de la cesión a terceros de capitales propios devengados en el período impositivo, excluidos aquellos gastos a que se refiere la nueva letra h) –gastos financieros intragrupo para la adquisición de participaciones en empresas del grupo o para la aportación de capital o fondos propios en referidas entidades–.

La norma no aclara qué se entiende por gastos financieros. Si por una parte es evidente que tal concepto incluye los intereses, no está tan clara la inclusión de otras magnitudes, como los gastos de cobertura o las variaciones del valor razonable de instrumentos financieros²¹.

Con la finalidad de disipar estas dudas, la Dirección General de Tributos aprobó la Resolución de 16 de julio de 2012 (publicada en el BOE de 17 de julio). Este instrumento hermenéutico utiliza el razonable criterio de considerar que existen gastos financieros cuando, de acuerdo con la normativa contable, se genere un pasivo financiero. De esta manera, no se incluyen los gastos que se incorporen al valor de activos ni los derivados de la actualización de provisiones. Y respecto a las coberturas, sólo se incluirán cuando sus efectos estén vinculados con el endeudamiento directo, esto es, deriven del endeudamiento y se hayan integrado en la cuenta de pérdidas y ganancias. Menos clara es la citada resolución respecto a las variaciones de valor razonable de los instrumentos financieros. Éstas, contablemente, no se incluyen en la partida de gastos, pero en la medida en que procedan de un cambio en el valor razonable de un pasivo financiero, deberían considerarse, también, gastos financieros.

El límite de gastos se calcula en relación con el *beneficio operativo*. Según la nueva redacción del artículo 20,1 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, el *beneficio operativo* se determina a partir del resultado de explota-

²¹ DE LA TORRE DIAZ, F., «La limitación de la deducibilidad de los gastos financieros en el RDL 12/2012», op. cit., pág. 55.



ción de la cuenta de pérdidas y ganancias de acuerdo con el Código de Comercio. De esta suma se eliminan las partidas correspondientes a amortizaciones del inmovilizado y subvenciones de inmovilizado no financiero y se suman los ingresos financieros de participaciones en instrumentos de patrimonio, siempre que correspondan con dividendos o participaciones en beneficios de entidades de las que se posea una participación que supere el 5 por 100 o cuyo valor de adquisición haya sido superior a 6.000.000 euros. Aunque se echa de menos que la normativa incluyese una verdadera medida antiabuso, previendo, por ejemplo, que estos dividendos no procedan de un paraíso fiscal o que correspondan a actividades económicas.

La cuantía que contempla la nueva norma española y sobre la que se aplicará el porcentaje máximo de deducción de intereses es sustancialmente similar a la prevista en otros ordenamientos que han adoptado una medida semejante, aunque resulte criticable que en el beneficio operativo se incluyan los dividendos obtenidos de las filiales que puedan estar exentos por aplicación del artículo 21 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Aunque la previsión de que se incluyan estos ingresos que no tributan colabora a elevar el volumen máximo de endeudamiento permitido, se trata de una parte del beneficio que no soporta una efectiva tributación en España.

VI.1. LA REFERENCIA AL DERECHO COMPARADO

La Exposición de Motivos del Decreto-Ley 12/2012 hace hincapié en que la nueva regulación, limitadora de la deducción de intereses, se alinea con las actuales tendencias en el tratamiento fiscal de los gastos financieros, que incluye la previsión de figuras análogas en el derecho comparado.

La supuesta armonización de la legislación española con la normativa internacional viene a ser un argumento recurrente para defender las medidas incluidas en el Decreto-Ley 12/2012.

Suele afirmarse que la norma responde a un esquema similar al existente en otros países de nuestro entorno. En efecto, la norma hunde sus raíces en las líneas marcadas en la Unión Europea en los últimos años y sobre todo (suele argumentarse) se ha incorporado a nuestro ordenamiento siguiendo el ejemplo de la norma alemana. No obstante, la norma española tiene importantes diferencias respecto a la norma alemana, y también respecto a la vigente en Italia.

Así, en la mayoría de los países, España incluida, los gastos financieros que excedan del citado 30 por 100 resultan deducibles en el ejercicio siguiente. En el caso de Italia, incluso la norma no prevé ningún límite al número de años subsiguientes en que se pueden deducir el exceso de gastos.

Pero si hay una diferencia realmente importante entre la normativa española aprobada por el Decreto-Ley 12/2012 y la regulación comparada en otros países, como Alemania, Francia u Holanda, es que en la regulación de estos Estados se armoniza la prohibición de deducción de intereses con la estructura financiera del grupo de sociedades, y, en suma, con el nivel de apalancamiento del conjunto del grupo. El límite objetivo a la deducción de intereses no se aplica cuando la estructura financiera de la empresa concernida es semejante a la del grupo al que la entidad pertenece, de manera tal que los grupos muy endeudados y sus empresas, no sufren gravamen adicional alguno por causa de un límite objetivo. Es decir, en estos países la deducción de intereses se armoniza con la estructura financiera del grupo, o, lo que es lo mismo, el porcentaje de deducción en lugar de ser siempre fijo surge de una comparación con el grado de endeudamiento del grupo, cosa que no se ha previsto expresamente en la norma española. En el caso español, la única flexibilización del rigor de la no deducibilidad es que los intereses no deducibles por sobrepasar el límite referido podrán deducirse en los 18 meses siguientes. Pero no se recoge de forma tan clara la referencia a la identidad de *estructuras financieras*, regla ésta que debería haberse previsto.



VI.2. VALORACIÓN JURÍDICA DE LA MEDIDA Y EFECTOS PRÁCTICOS INMEDIATOS

La novedad normativa que supuso el Decreto-Ley 12/2012 tiene también una dimensión extrafiscal: la norma, 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. Así lo hace saber la Exposición de Motivos, al afirmar que *la medida favorece de manera indirecta la capitalización empresarial*.

Sin embargo, aunque a medio plazo la medida pueda favorecer una opción por el aumento de capital (ayudada por la exención temporal de los aumentos de capital en la modalidad de Operaciones Societarias), en tanto *reequilibra* la situación actual, neutralizando en cierta medida la ventaja comparativa que supone la deducción ilimitada de los intereses frente al capital, a corto plazo, la prohibición de deducción de intereses puede suponer ciertos problemas para muchas empresas con exceso de *apalancamiento*.

La medida mencionada merece consideraciones tanto desde la perspectiva jurídica como desde sus efectos prácticos. Desde el punto de vista de los principios constitucionales, una prohibición de deducción de intereses puede colisionar con las exigencias del principio de capacidad económica que, respecto a las sociedades, se traduce en el *principio del neto*, en la medida en que obliga a tener en cuenta los gastos deducibles para no gravar una renta superior a la real. Eso significa que hay que partir de la regla general de que la carga financiera, incluso la satisfecha en la adquisición de acciones o participaciones, es deducible. No permitir esta deducción, como señala ALMUDI CID, «traería aparejados importantes problemas de índole constitucional, dado que, al no tomarse en consideración por el legislador los rendimientos netos del contribuyente, estaría gravándose una capacidad económica irreal, sin que exista justificación válida para

ello»²². A lo que hay que unir las objeciones que suscita la nueva regulación desde la perspectiva de la igualdad, al excluirse las entidades financieras, lo que supone que este nuevo régimen jurídico de la deducibilidad del endeudamiento se circunscribe a las filiales de carácter no financiero. Y, además, y a partir de la sentencia SIAT, del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 5 de julio de 2012 (As. C-318/10) una medida antiabuso basada en un límite a la deducibilidad de intereses, resulta contraria al Derecho Comunitario por contravenir el principio de seguridad jurídica si está configurada de tal forma que «no permite determinar con carácter previo y con la precisión suficiente su ámbito de aplicación»²³.

Desde el punto de vista de sus efectos prácticos, el nuevo régimen de deducción de los intereses puede ser muy problemático para sectores fuertemente endeudados y para ciertas empresas, cuyo endeudamiento supere holgadamente el 30 por 100 del beneficio operativo. Eso supone un perjuicio para grupos mercantiles muy endeudados, que verán que su factura fiscal se elevará significativamente, pues la no deducción del exceso de intereses puede mutar una base imponible negativa en positiva.

El legislador, sin embargo, defiende ya en la Exposición de Motivos, que esta situación favorecerá de manera indirecta la capitalización empresarial. De hecho, 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.

²² ALMUDI CID, J., «Deducibilidad de los costes financieros soportados por una sociedad matriz vinculados con su participación en el capital de filiales establecidas en otros Estados miembros», Publicaciones de Estudios Fiscales, 2003, pág. 6.

²³ CALDERÓN CARRERO, J.M., «La seguridad jurídica como límite comunitario a la articulación de cláusulas de prevención y lucha contra el fraude y la evasión fiscal: una nota sobre la STJUE de 5 de julio de 2012, asunto SIAT, C-318/10», Revista de Contabilidad y Tributación, nº 356, 2012, págs. 90 y ss.



VII. LA TRIBUTACIÓN DE LOS PRODUCTOS HÍBRIDOS

Las dificultades para deducir gastos financieros puede afectar a la política de suscripción de productos híbridos, en la medida en que sus rendimientos puedan calificarse como intereses. Sabido es que las sociedades, a la hora de planificar su financiación, acuden con cierta frecuencia a la denominada financiación híbrida o *hybrid Financing*, que puede ser definida como una medida de financiación que combina, en mayor o menor medida, capital y deuda. Se trata de productos que, formalmente, constituyen aportaciones en forma de préstamo, pero en cuyas condiciones de negociación se añaden cláusulas por medio de las cuales el inversor participa, en cierta medida, en los riesgos del negocio, aunque no tenga el control jurídico del capital de la prestataria. Sería el caso, entre otras, de las acciones rescatables, que constituyen valores híbridos entre la renta fija y la renta variable²⁴, de las *preference shares* o de los préstamos participativos regulados en el art. 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, reformado por la Disposición Adicional Segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre²⁵ y caracterizados porque la retribución del prestamista es un interés variable determinado en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria y de los beneficios obtenidos por ésta²⁶.

²⁴ CACHON BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado de Valores*, Tomo I, Dykinson, Madrid, 1992, pág. 208.

²⁵ Cuyo antecedente inmediato se encuentra en el Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre sobre conversión y reindustrialización, sustituido por la Ley 27/1984, de 26 de julio. El origen de la figura no es otro que facilitar un instrumento para la financiación de los sectores en crisis, en el marco de la llamada *reconversión industrial*.

²⁶ Que el préstamo participativo es un préstamo resulta innegable para la doctrina mercantilista, tanto si se pacta un interés fijo con participación en beneficios, como si se otorga un crédito que posteriormente atribuye al acreedor el derecho a participar en los beneficios del deudor; BROSETA PONT, M., «Régimen de los préstamos participativos (el art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n° 14, 1984, págs. 247 y ss; GARCIA VILLAVERDE, R., «Créditos participativos» en *Contratos Bancarios*, Varios Autores, Civitas, Madrid, 1992, págs. 189 y ss.

El papel de estos instrumentos híbridos es especialmente importante cuando quien aporta los fondos tiene con la prestataria una relación de no independencia, de manera que, con el recurso a los híbridos se consigue aprovechar, por una parte, la indefinición en cuanto a la naturaleza de la figura y, por otra, la especial relación con la prestataria, a efectos de consolidar prácticas de *tax degradation*, denunciadas recientemente por el Comité de Asuntos Fiscales de la OCDE en su reunión de noviembre de 2012. Ello, especialmente, cuando las sociedades están situadas en jurisdicciones fiscales diferentes.

El recurso a instrumentos híbridos en operaciones internacionales plantea el problema de su posible calificación asimétrica, esto es, la posibilidad de que en uno de los Estados intervinientes en la operación la aportación sea calificada como deuda y en otro como aportación de capital, situación que puede ser aprovechada para obtener ventajas fiscales.

Existen ejemplos muy recientes, como por ejemplo, los *juros sobre capital propio* existentes en Brasil, que a pesar de su estructura interna de préstamo tienen un tratamiento similar a los dividendos, o bien las acciones preferentes australianas, que a pesar de ser calificadas como acciones, tienen un rendimiento fijo y no son negociables en mercados secundarios. Respecto a los *juros de capital propio* brasileños, se ha pronunciado el TEAC en resolución de 13 de abril de 2011, Vocalía Tercera, RG. 1201/10, 1202/10 y 1884/10 y en la posterior de 26 de abril de 2012, Vocalía Segunda, n° Resolución 00/4085/2010. Lo que se dilucidaba en estas resoluciones era cómo se debían calificar estos *juros*; si de acuerdo con el Estado de la fuente, esto es, de acuerdo con la legislación brasileña, que acerca su tipología a la de los dividendos, o tomando en consideración la calificación española, más próxima a entenderlos en sentido literal como *juros*, esto es, como intereses. Las consecuencias son muy importantes, pues si se sigue este último criterio estaríamos hablando de un importe deducible en la base imponible del pagador, mientras que, según las reglas brasileñas, estaríamos ante un dividendo que goza-



ría de los mecanismos para la corrección de la doble imposición internacional.

En los casos resueltos por el TEAC, los reclamantes defendían que los *juros sobre el capital propio* pagados por sus filiales brasileñas tienen la naturaleza jurídica de dividendos y debían ser tratados fiscalmente como tales (distribución de dividendos) a los efectos de la aplicación de los métodos para evitar la doble imposición. Por el contrario, el TEAC entendió, en línea con la opinión de la Inspección de los Tributos, que los *juros sobre el capital propio* debían ser calificados fiscalmente como *intereses* a los efectos de la aplicación del Convenio de Doble Imposición hispano-brasileño, no pudiendo aplicarse sobre los mismos la exención para corregir la doble imposición internacional, dado que no tendrían la calificación de dividendos ni en su obtención concurriría una doble imposición económica susceptibles de ser eliminada. El TEAC entiende aplicable el Convenio de Doble Imposición España-Brasil, y, en concreto, su artículo 3,2, afirmando que «resulta crucial la regla interpretativa específica que nos ofrece el Convenio de Doble Imposición consistente en acudir a la legislación fiscal del Estado de la fuente, y en concreto, a todas las normas que regulan el régimen tributario de dicha figura». Según el artículo 3,2, a efectos de resolver dudas interpretativas del Convenio, se habrá de acudir a la legislación interna (la relativa a los impuestos que sean objeto del convenio) que se encuentre en vigor en el Estado *que aplique* el Convenio, y que en el caso presente es España.

La solución resulta discutible. Primero, porque ya es dudoso que el artículo 3,2 de los Convenios formulados según el Modelo OCDE, remita al Estado de la fuente²⁷. Pero, además, este artículo 3,2 del Convenio OCDE sólo es aplicable cuando el instrumento financiero no pueda ser subsumido en una de las categorías (dividendos o interés) definida autónomamente por el Conve-

nio. Recordemos que los Convenios incluyen en su texto, disposiciones que se pueden denominar *autónomas y cerradas*, que no están en conexión ni dependen de la legislación interna del Estado²⁸. Cuando el tipo de norma incluida en el Convenio es una norma de este tipo, no cabe la calificación desde la *lex fori*. Por tanto, la solución para los *juros* no valdrá para otros híbridos cuya subsumición en una de estas categorías previstas en el Convenio no admita dudas.

Al margen de esta cuestión y de que se comparta o no la interpretación que hace el TEAC del artículo 3,2 del Modelo OCDE, la problemática de los *juros* brasileños pone de nuevo sobre el tapete la cuestión del recurso a instrumentos híbridos o productos estructurados, a efectos de generar dobles aprovechamientos de ventajas fiscales, y el consiguiente traslado de beneficios. Tal es así que el recurso a estos instrumentos se ha convertido en una novísima línea de política antielusoria internacional.

Así se ha puesto de manifiesto en el seno de la Unión Europea, a través de la *EU Commission, Tackling double non-taxation for fairer and more robust tax systems*, 29.02.2012 y la Resolución del Parlamento Europeo de 19 de abril de 2012 (B7-0203/2012), sobre la necesidad de adoptar medidas concretas para combatir el fraude y la evasión fiscal, donde se recomienda la adopción de medidas para prevenir la doble imposición, en particular en relación con el uso de instrumentos híbridos en el marco de las Directivas 90/435/CEE y 2003/49/CE.

Como señala CALDERÓN CARRERO, a través de estas iniciativas internacionales se podrían estar sentando las bases de una tendencia global dirigida a articular una nueva generación de cláusulas antiabuso específicas (*Specific and targeted rules, TARs*) concebidas para limitar determinados esquemas de planificación fiscal internacional (o productos financieros estructurados) que explotan la interacción entre distintas legislaciones fiscales nacionales, en ocasiones, en combinación con

²⁷ Véase nuestro trabajo, «La interpretación de los Convenios de Doble Imposición», *Civitas*, Revista Española de Derecho Financiero, n.º 231, julio-septiembre, 2006, pág. 513.

²⁸ AVERY JONES, «The Definitions of Dividends and Interest in the OECD Model: Something Lost in Translation?», *British Tax Review*, n.º 4, 2009, pág. 451.



sofisticados esquemas de innovación financiera²⁹. Y ello está propiciando la inclusión en los Convenios de Doble Imposición (por ejemplo, el reciente entre España y Alemania de 30 de julio de 2012) de cláusulas que fijan la tributación de los híbridos en el Estado de la fuente.

VIII. MEDIDAS TENDENTES A FAVORECER EL DESAPALANCAMIENTO DESDE LA PERSPECTIVA DE LA TRIBUTACIÓN DEL INVERSOR PERSONA FÍSICA REFERENCIA AL IRPF

Si la finalidad de la norma es favorecer la capitalización de unas empresas excesivamente endeudadas, es evidente que este objetivo no se consigue exclusivamente penalizando el endeudamiento, sino favoreciendo la recapitalización. Y no sólo a favor de las propias sociedades, sino también a favor del inversor persona física, sujeta al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Así, es 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. Al mismo tiempo, se están observando procesos en los cuales, sociedades integradas en grupos mercantiles nacionales están tendiendo a recomponer su estructura financiera, para situarse por debajo del umbral del 30 por ciento de endeudamiento, que constituye un auténtico *safe harbour rule*.

Desde la perspectiva del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la Ley 35/2006, como es sabido, implanta un sistema de imposición *dual*.

En el sistema dual, todos los rendimientos del ahorro se sujetan a un tipo equivalente, y entre ellos los derivados de los beneficios distribuidos por la titularidad de acciones y las plusvalías obtenidas por la venta de las mismas³⁰. Y la suje-

ción a un mismo tipo de todos los productos del ahorro a partir de la Ley 35/2006, independientemente de que la forma de percepción de los mismos sea la distribución de dividendos, el pago de intereses o la enajenación o reembolso de participaciones, se ha defendido al considerarla una exigencia por estrictas razones de neutralidad.

Respecto a este concepto de neutralidad, podemos optar por la definición tomada del Informe para la Reforma de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Para este documento, la primera expresión de neutralidad sería que «ninguna fuente financiera sea preferible a otras por razón de las normas tributarias aplicables» y que «el tipo efectivo de gravamen sobre los rendimientos de las diferentes inversiones sea el mismo», además de que «los métodos para evitar la doble imposición internacional consigan que la tributación que soporten los rendimientos de las inversiones interiores y exteriores sea sensiblemente igual».

Es evidente que el IRPF vigente hasta la entrada en vigor de la Ley 35/2006, el 1 de enero de 2007, adolecía de una falta de neutralidad proveniente, de modo prioritario, de la diferente catalogación de los rendimientos que se pueden obtener de la inversión, bien como rendimientos de capital mobiliario, bien como ganancias o pérdidas patrimoniales, y de la diferente fiscalidad ligada a una u otra calificación. Si la renta procede de la participación en beneficios, debe ser gravada de modo idéntico, independientemente de cómo se obtenga, y no se justifica un tratamiento radicalmente diferente.

La implantación de un tipo único, que en su momento era del 18 por 100, para todos los rendimientos del ahorro, se obtuviesen en forma de dividendo o de ganancia de patrimonio, supuso

²⁹ CALDERON CARRERO, J.M., «A vueltas con las reglas de interpretación y calificación de los convenios de doble imposición al hilo de una resolución del TEAC sobre híbridos financieros: la reciente reacción de la OCDE frente al arbitraje fiscal internacional», *Quincena Fiscal*, nº 12, 2012, pág. 18.

³⁰ Como señaló en su momento el Informe para la Reforma del IRPF el 3 de abril de 2002, la justificación del mode-

lo dual se encuentra en la elevada elasticidad de la oferta de capital en comparación con la más reducida elasticidad de la oferta de trabajo, añadiéndose que «en un mundo con libertad de movimiento de capitales, si un país pretendiese aumentar la imposición sobre los rendimientos del ahorro, para conseguir que éste se invirtiese en su territorio, tendría que ofrecer rentabilidades brutas antes de impuesto más elevadas que las de sus competidores, lo cual conduciría a menores retribuciones para el factor trabajo».



un avance importante en términos de neutralidad, favoreciendo la suscripción de acciones o participaciones y la liquidez del mercado bursátil español, pues no se discriminaban negativamente las ganancias de capital a corto plazo, que eran gravadas al mismo tipo de gravamen que las obtenidas a largo plazo.

En el marco de esta neutralidad debería considerarse la no penalización de la suscripción de acciones de las sociedades que reducen su apalancamiento y su posterior enajenación.

Así, un proceso de recapitalización puede incluir operaciones de capitalización de créditos o de conversión de deuda común en préstamos participativos o deuda subordinada, operaciones que se encauzan a través del tipo negocial de la permuta. Para el inversor persona física se estará, por tanto, ante un activo adquirido por canje, permuta o conversión, lo que dará lugar a una ganancia o pérdida de patrimonio, para cuya cuantificación se toma como valor de adquisición el coste fiscal de la deuda convertida en capital, que se resta del valor de mercado de las acciones recibidas. Así lo dispone el artículo 37,1, h) de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, al cuantificar las ganancias o pérdidas patrimoniales derivadas de una permuta de bienes o derechos, incluido el canje de valores, «...por la diferencia entre el valor de adquisición del bien o derecho que se cede y el mayor de los dos siguientes: el valor de mercado del bien o derecho entregado o el valor de mercado del bien o derecho que se recibe a cambio». En suma, la ganancia o pérdida patrimonial vendrá determinada por la diferencia entre el valor de adquisición de la obligación y el valor de mercado de las acciones recibidas. En este último caso, el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en su artículo 75,3 c), excluye esta obligación de retención o ingreso a cuenta, al declarar exentas de la obligación de practicar retención a las «las primas de conversión de obligaciones en acciones».

Por el contrario, cuando se trate de una conversión de obligaciones en acciones, o conversión de determinados préstamos o créditos *ordinarios*

en préstamos participativos, cuya retribución se vincula a la evolución del negocio de la prestataria estaremos ante una «...transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de valores de un activo que representa la cesión a terceros de capitales propios», en cuyo caso, la diferencia entre el valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de los mismos y su valor de adquisición o suscripción, como se desprende del artículo 25,2, b) de la Ley 35/2006, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, tributará como rendimiento de capital mobiliario.

Ambos rendimientos integran la base imponible del ahorro, pero el tipo de gravamen aplicable ha experimentado un importante incremento, con efectos del 1 de enero de 2012. Así, los tipos aplicables pasan a ser del 21 por 100, para rendimientos inferiores a 6.000 euros, del 26 por 100, para rendimientos entre 6.001 y 24.000 euros y del 27 por 100 para rendimientos superiores a 24.001 euros. Por su parte, las retenciones pasan del 19 por 100 al 21 por 100.

Este incremento de la tributación de la base del ahorro no favorece, precisamente, la concertación de distintas operaciones de capitalización, orientadas al *desapalancamiento*, y que constituyen el contrapunto imprescindible para que los objetivos del Decreto-Ley 12/2012 se cumplan. Pero, la situación empeora de forma notable si tenemos en cuenta que el Proyecto de Ley por el que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica dispone que en la base imponible del ahorro sólo se incluirán 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, de manera que un rendimiento de capital mobiliario a largo plazo seguirá tributando al tipo de la base del ahorro, según la cuantía del mismo, pero una ganancia patrimonial a corto tributará al tipo marginal que le corresponda al contribuyente, en función de su volumen de renta.

Esta medida prevista en el Proyecto de Ley por el que se adoptan diversas medidas tributa-



rias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, supone una clara regresión en lo que a neutralidad se refiere, pues no hay una justificación razonable para un trato diferenciado entre un dividendo a corto plazo y una ganancia derivada de la venta de la acción, también a corto plazo. La equiparación de tipos había conjurado buena parte de las discriminaciones que derivaban de una tributación diferenciada, que en el caso de la venta de la acción radicaba en el hecho de que tal venta producía ganancias o pérdidas de patrimonio en lugar de dividendos y de que era posible compensar las plusvalías generadas en un ejercicio con las minusvalías pendientes de compensar de los cuatro años anteriores, independientemente del plazo de generación, además de no practicarse retención en el momento de la venta. A pesar de ello, estas diferencias habían pasado a un segundo plano, en la medida en que la Ley 35/2006 le aplicaba tanto al dividendo como a las ganancias generadas por la enajenación de acciones o participaciones un similar tipo de gravamen, sin diferenciación respecto al período de generación de la ganancia.

El nuevo régimen que estará vigente a partir del 1 de enero de 2013, lleva a que un dividendo tribute entre un 21 y un 27 por 100 y que una ganancia en la que no se haya superado el período de un año de generación puede llegar a tributar hasta un 56 por 100, dependiendo de la Comunidad Autónoma. A ello hay que unir el efecto que tiene la recuperación del Impuesto sobre el Patrimonio en todas las Comunidades Autónomas, excepto en Madrid, lo que implica que la tributación de las rentas del ahorro pueden llegar a un gravamen de hasta el 60 por 100 en aplicación del límite conjunto de cuotas entre el Impuesto sobre el Patrimonio y el IRPF. Por tanto, para aquellas personas con un patrimonio elevado en relación con la renta, la tributación máxima de las ganancias de patrimonio será del 27 por 100 en IRPF, pero sumando el efecto en la cuota del Impuesto sobre Patrimonio puede llegar a ser del 60 por 100. Recordemos que de este límite conjunto sólo se excluyen las ganancias de patrimonio generadas en más de un año.

Además, pese a que toda la base Imponible del ahorro tribute a una escala con un tipo mínimo del 21 y un máximo del 27 por 100 (y con una retención en la fuente del 21 por 100) no todos los productos de ahorro e inversión tiene una fiscalidad similar. Así, si en lugar de percibir directamente los dividendos de una acción, se invierte en fondos de inversión, sabido es que la ganancia acumulada en los fondos de inversión no tributa hasta que no se reembolse³¹. Ello supone que se mantiene la no tributación en el traspaso entre fondos, de tal forma que es posible mantener una cartera de fondos sin tributar *sine die*, hasta el momento en que se decida reembolsar, lo que faculta un diferimiento de la tributación. Además, en el reembolso de participaciones de fondos de inversión o de acciones de una Sociedad de Inversión de Capital Variable, sólo se tributa por la parte del reembolso correspondiente a la ganancia (con una retención del 21 por 100), y no por la parte correspondiente al principal³².

De igual forma, en tanto la obtención del dividendo consiste, en sustancia, en la participación en beneficios de una sociedad mercantil, son muchas las opciones para acceder a esa distribución de ganancias. Si las ganancias se obtienen a través de un cauce distinto de la distribución formal del dividendo, tal renta no podría gravarse como dividendo, salvo que, por aplicación del principio de calificación previsto en el artículo 14 de la Ley General Tributaria, se entendiese que esa es la verdadera naturaleza jurídica de la operación. Así lo ha hecho, por vía de interpretación, la Dirección General de Tributos, al entender en las consultas V0837-12 y 0838-12, de 23 de abril de 2012, que deben

³¹ FERRANDO MIGUEL, I., «La inversión a través de instituciones de Inversión Colectiva», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n° 51, 1993, pág. 694; TAPIA HERMIDA, A., *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, pág. 279.

³² La Ley 35/2003, eliminó la obligación existente con anterioridad, de que las SICAV cotizaran en Bolsa. En la actualidad las acciones se negocian en un SON (sistema o mercado organizado de negociación). Véase NAZIR ALONSO, Y., *Fiscalidad de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria*, Lex Nova, Valladolid, 1999, pág. 384.



calificarse como dividendos los importes que exceden del coste de adquisición de sus propias acciones por la sociedad³³.

Y, finalmente, otro elemento que agrava la tributación del dividendo, frente a otras formas de inversión, es la ausencia de un mecanismo que corrija o elimine, a favor del inversor persona física, la denominada *doble imposición de dividendos*. Con la Ley 35/2006, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, desaparece la norma de integración de dividendos que anteriormente se contenía en la ley (imputación estimativa), en la medida en que era una previsión legal que se aplicaba a los dividendos de acciones derivadas de sociedades españolas y no cuando los dividendos procedían de sociedades no residentes. Esta situación resultaba potencialmente discriminatoria y contraria al Derecho Comunitario europeo. Así se desprendió de la sentencia *Lenz* de 15 de julio de 2004 (C-501/00), del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en la que el Tribunal considera contrario al principio de libre circulación de capitales un mecanismo de corrección de la doble imposición económica internacional que discrimina entre los dividendos de fuente interna y los dividendos de fuente comunitaria. Y de manera mucho más clara, en la sentencia *Manninen* de 7 de septiembre de 2004, C-319/02, que considera restrictivo de la libre circulación de capitales el régimen de integración *estimativa* de dividendos de la legislación finlandesa³⁴, similar al entonces vigente en España³⁵. El Tribunal de la Unión Europea, además, dejó claro que no era admisible como causa justificativa de una restricción a las libertades comunitarias, ni

razones de coherencia fiscal interna ni la fuerza del principio de territorialidad³⁶.

Ante ello, la Ley 35/2006 decidió suprimir la deducción por doble imposición, introduciendo, como elemento parcialmente compensatorio de la doble imposición económica que soportarían los dividendos, una exención para los que no superen en cuantía íntegra de 1.500 euros.

Si bien esta exención de los primeros 1.500 euros obtenidos anualmente por el contribuyente en concepto de dividendo no conseguía conjurar la doble imposición económica, sí ha servido como punto de referencia para articular fórmulas flexibles de percepción del dividendo, denominados *script dividends* o dividendos flexibles. A través de estas fórmulas los accionistas pueden elegir entre recibir acciones y diferir la tributación hasta la venta de las mismas, o cobrar el dividendo en efectivo, tributando en dicho momento, sólo por la cantidad que exceda de este umbral exento.

Y si la próxima reforma sobre la tributación de ganancias de patrimonio a corto plazo afectará a la liquidez del mercado de valores, pues penalizará las ganancias a corto, una amenaza adicional, con previsible efectos disuasorios sobre la suscripción de acciones generadas por la política de *desapalancamiento*, es la previsible implantación del Impuesto sobre Transacciones Financieras.

IX. BREVE APUNTE SOBRE EL FUTURO IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS

Como se sabe, Europa se ha planteado recientemente la posibilidad de implantar un impuesto sobre transacciones financieras, denominado *Financial Transaction Tax* (FTT), siguiendo la estela conceptual de la clásica *tasa Tobin*. El modelo de la *tasa Tobin* (que es, en realidad, un impuesto)

³³ DE PABLO VARONA, C., *La tributación del socio en el IRPF*, Edersa, Madrid, 2002, pag. 436.

³⁴ Véase al respecto, SANFRUTOS GAMBIN, E.-LINARES GARCIA DE COSIO, F., «Está herido de muerte el sistema español de corrección de la doble imposición de dividendos en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas tras la sentencia Manninen?», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, año XIV, nº 640, pág. 10.

³⁵ LANG, M., «The Binding Effect of the EC Fundamental Freedoms on Tax Treaties», en la obra *Tax Treaties and EC Law*, Kluwer Law International, London-The Hague-Boston, 1996, pág. 32 y ss.

³⁶ GARCIA PRATS, A., «La coherencia fiscal desde la perspectiva interna, internacional y comunitaria», *Diritto e Pratica Tributaria*, vol. LXXIII, 2002, pág. 417.



supondría la creación de un gravamen de escasa cuantía –entre el 0,1 y el 0,5 por 100–, que recaería sobre ciertas transacciones internacionales, en especial las denominadas *especulativas*. Sus ingresos se gestionarían por el Proyecto de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), es decir, por un organismo internacional, y se afectarían a financiar proyectos de desarrollo en países del Tercer Mundo. Se trata de una medida con fuertes connotaciones ideológicas, y, respecto a las cual, la doctrina ha venido destacando sus deficiencias técnicas³⁷.

El impuesto plantea ciertamente muchos problemas prácticos, que se agudizan en el caso de un impuesto de dimensiones europeas. Estos problemas van desde su posible colisión con la libre circulación de capitales en el ámbito de la Unión Europea hasta su dificultad de implantarlo a nivel mundial, lo que propiciará deslocalizaciones y competencia fiscal (*Harmful Tax*), ya que estas figuras tributarias, como señala GASCON CATALAN, para que sean efectivas, «deben implantarse de forma coordinada y simultánea en las principales economías mundiales»³⁸.

La alternativa sería la del gravamen de las propias entidades financieras, sobre todo en un contexto de posibles rescates financieros. Como señala GASCON CATALAN, en Europa son dos las modalidades de tributo que se están barajan-

do: un impuesto que se exija a las entidades financieras como compensación por los rescates bancarios ya producidos en algunos países (enfoque *ex post*), con lo que se conseguirían unos ingresos que nutrirían los presupuestos ordinarios de los Estados que han procedido a los rescates. Y en segundo lugar un gravamen (*levy*) que disuada a las entidades de realizar actividades de riesgo en el futuro y con cuya recaudación se constituiría un *fondo de resolución*, gestionado por los poderes públicos³⁹.

Sin embargo, si hubiera que centrarse en las dificultades intrínsecas de una imposición como esta destacaríamos, en primer lugar, la dificultad de perfilar su ámbito objetivo, empezando por la cuestión de qué se entiende por operaciones financieras. Aunque no parece que existan dudas de que el concepto abarcaría préstamos, cesiones de crédito, depósitos, emisión de títulos representativos de activos... existen otras operaciones que sí plantean problemas. En especial aquellas en las cuales la vertiente financiera forma parte de una actividad comercial –descuentos comerciales–, en la asunción de una responsabilidad a cambio de un precio –avales–, así como los seguros y las operaciones con derivados, incluso aquellas que tienen como subyacente productos tales como los *commodities*.

En segundo lugar, hay que especificar qué clase de operaciones financieras se gravarían. La cuestión sería diferenciar si sólo se gravarían las operaciones que tienen lugar entre entidades financieras o si, además, se incluirían las que tienen lugar entre las entidades (en especial, los bancos) con los clientes. Aquí, la cuestión sería la posibilidad de repercusión del impuesto, posibilidad que, aunque pudiera prohibirse en el plano legal (así lo hace en España la Ley 14/2001, de 29 de noviembre de Extremadura del Impuesto sobre Depósitos Bancarios, avalada por el Tribunal Constitucional, en sentencia 210/2012, de 14 de noviembre, que estuvo vigente hasta 24 de diciembre de 2006, que decía en su artículo 5,3

³⁷ Véase al respecto, FALCON Y TELLA, R., quien defiende que la creación de cualquier impuesto ha de valorarse con criterios de justicia tributaria; lo que le lleva a apuntar «la imposibilidad de fundar un tributo de este tipo en la capacidad económica, puesto que quien cambia divisas con pérdidas por ejemplo, no pone de manifiesto ninguna capacidad. Aparte de que no tendría sentido alguno un impuesto que penaliza a países pequeños con monedas distintas, donde el cambio de divisas será mucho más frecuente, frente a países grandes o integrados en una unión monetaria, como ya es casi el caso de la zona euro»; «La llamada Tasa Tobin o impuesto sobre las transacciones financieras especulativas», *Quincena Fiscal*, nº 9, 2001, pags. 6 y 7. Este autor llega a plantearse como alternativa el restablecimiento del control de cambios, porque «lo que no tiene mucho sentido es liberalizar desde el punto de vista sustantivo o administrativo para reintroducir por la vía fiscal barreras aleatorias y ajenas a los procedimientos tributarios».

³⁸ GASCON CATALAN, J., «Reflexiones sobre el sistema tributario y la política tributaria en España», *IV Congreso Tributario*, Asociación Española de Asesores Fiscales, Madrid, 2010, pág. 540.

³⁹ GASCON CATALAN, J., «Reflexiones sobre el sistema tributario y la política tributaria en España», op. cit., pág. 540.



que 3. «dichas entidades no pueden, en ningún caso, repercutir jurídicamente a terceros la cuota del Impuesto sobre los Depósitos de las Entidades de Crédito a satisfacer por ellas») no impediría una traslación económica de su importe al usuario de los servicios bancarios.

Así, la Comisión Europea viene estudiando desde 2009, cómo introducir un impuesto sobre las transacciones financieras en todo el mundo junto con sus socios internacionales en el seno del G-20, especialmente en las reuniones de Pittsburgh y Toronto. En función de ello, la Comisión anunció el 29 de junio de 2011, en el contexto del marco financiero plurianual, que iba a proponer el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones financieras como recurso propio del presupuesto de la Unión Europea, aunque no en su totalidad, porque una parte de lo recaudado iría a los presupuestos de los Estados miembros. Y el 28 de septiembre de 2011, el presidente de la Comisión Europea, Durão Barroso, presentó al Parlamento Europeo una propuesta del impuesto sobre las transacciones financieras (FTT), con la intención de que el tributo entre en vigor en 2014. La justificación de este impuesto se basa en la supuesta necesidad de que se garantice «la justa contribución del sector financiero en un momento de saneamiento presupuestario en los Estados miembros», unido a que esta experiencia fiscal ayudará a consolidar el mercado único de la Unión Europea. Para eludir la necesidad de unanimidad, se optó por el sistema de cooperación reforzada. Por esta vía se aprobó Propuesta de Directiva del Consejo, de 28 de septiembre de 2011, relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras y por la que se modifica la Directiva 2008/7/CE.

Las características generales del gravamen por el que se ha optado en la Unión Europea es que se trata de un impuesto que grava las transacciones financieras tanto en el sujeto del comprador como del vendedor. Se entienden por transacciones financieras las operaciones que recaen sobre productos financieros y se consideran productos financieros los negociados en mercados organizados. La Propuesta diferencia entre transacciones en el mercado de acciones y de la

deuda pública (bonos del tesoro, obligaciones, letras,...) que se gravan al 0,1 por 100 y operaciones negociadas en mercados de derivados, con un tipo de gravamen del 0,01 por 100.

La base imponible estará formada por el importe del producto a precios de mercado y las previsiones recaudatorias, ciertamente optimistas, de la Comisión, rondarían los 55.000 millones de euros en el ámbito de los 27 Estados miembros.

Al margen de las distintas valoraciones de la medida fiscal, la misma adolece de importantes defectos que, frecuentemente, no se ponen de manifiesto. Así, es evidente que no acabará recayendo en los operadores financieros sino en los inversores, especialmente en los pequeños inversores personas físicas, sujetos pasivos del IRPF. Como dice CALVO ORTEGA, «se podrá prohibir la repercusión jurídica, pero casi siempre quedará la posibilidad de la repercusión económica, más difícil de controlar y de evitar»⁴⁰.

Pero la implantación del impuesto va a resultar especialmente nociva, respecto a aquellos sectores de la actividad financiera donde las entidades financieras «no tienen un protagonismo directo y actúan en cumplimiento de una orden de su cliente», siendo la transmisión de valores mobiliarios el ejemplo más claro de las mismas⁴¹. Respecto a la transmisión de valores, la aplicación del nuevo impuesto a las ganancias derivadas de tales transmisiones, va a suponer una penalización a las ganancias a corto, que podría expulsar de los mercados a los operadores a corto plazo que buscan los activos más líquidos. El impuesto afectaría la liquidez de los mercados europeos, reduciendo los inversores extranjeros que persiguen liquidez a corto plazo, los cuales, sin lugar a dudas, optarían por otros mercados donde no se aplicase el impuesto. En suma, se trata de una medida más que mermaría las posibilidades de financiación de las empresas, perjudicando el proceso de *despalcamiento*.

⁴⁰ CALVO ORTEGA, R., ¿Un impuesto sobre las transacciones financieras?, *El País*, 13 de octubre de 2011.

⁴¹ CALVO ORTEGA, R., ¿Un impuesto sobre las transacciones financieras?, *El País*, 13 de octubre de 2011.

**RETOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS
ESPAÑOLAS. CONSUMO, REDUCCIÓN DE DEUDA
Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA**



RETOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS. CONSUMO, REDUCCIÓN DE DEUDA Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

Ángel Laborda

Director de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

En la actual crisis por la que atraviesa la economía española desde 2007, todos los agentes económicos se enfrentan a duras condiciones y grandes retos. En el caso de muchas familias, aquellas cuyos miembros han perdido sus empleos y sus negocios, el principal reto es cómo sobrevivir y llegar a fin de mes. El comportamiento del ahorro familiar, que está alcanzando mínimos históricos en contra de lo que cabría esperar de las teorías que explican su evolución cíclica, pone de manifiesto que cada vez más familias están cayendo en niveles económicos de subsistencia, en los que el ahorro es cero o incluso negativo. Otro gran grupo, también muy numeroso, lo constituyen aquellas que se enfrentan al pago mensual de sus hipotecas y apenas generan ahorro para atender a dichos pagos.

Desde el punto financiero, el gran reto al que se enfrentan las economías familiares a nivel agregado en esta coyuntura es cómo reducir el elevado endeudamiento generado en los años de la burbuja inmobiliaria en un contexto en el que caen las rentas y pierden valor sus activos (pérdida de riqueza). No es muy diferente este reto de aquel al que se enfrentan el resto de sectores institucionales, incluido el financiero, lo cual aumenta y refuerza la dificultad. Se trata de generar ahorro y reducir las tasas de inversión, intentando dañar lo menos posible el gasto agregado de la economía y, por tanto, la capacidad de crecimiento y de generar empleo. En definitiva, la cuadratura del círculo.

En este artículo se empieza por cuantificar y valorar el nivel de deuda de las familias españolas, comparándolo con sus homólogas de los países de su entorno y con la capacidad de hacer frente a las cargas financieras. En un segundo apartado se analiza la respuesta de las familias a las nuevas condiciones sobrevenidas tras el estallido de la crisis en 2007. Posteriormente se presenta un escenario de previsiones hasta 2014 en el que se interrelacionan de forma coherente las cuentas económicas y financieras de las mismas, con el fin de ilustrar el comportamiento de variables clave como el consumo, el ahorro, la reducción de la deuda y la financiación de la economía. Se acaba con un apartado de conclusiones.

1. NIVEL DE DEUDA DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Es un lugar común que las familias españolas están muy endeudadas. Desde luego, si comparamos el nivel que alcanzó su deuda bruta en 2009, el máximo del último ciclo, con el de mediados de los noventa (86,4% y 32% del PIB, respectivamente), la conclusión es obvia. Ahora bien, también se puede concluir que la deuda de aquella época era baja y que su rápido crecimiento refleja en buena medida los profundos cambios que ha registrado la economía española desde entonces, concretamente el desarrollo de su sistema

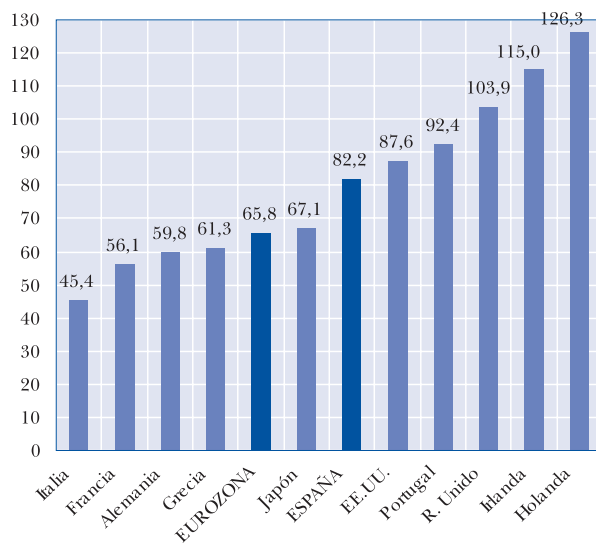


financiero, relativamente retrasado respecto a los países de un nivel de renta similar. La economía, en general, y las familias, en particular, se han *financiarizado* mucho más, lo que ha conllevado el aumento del endeudamiento o apalancamiento, como en otros países.

Una valoración más significativa del nivel de la deuda nos la proporcionan los datos recogidos en los gráficos 1 y 2. El primero ofrece, en porcentaje del PIB, la deuda bruta (préstamos y valores distintos de acciones) de las familias españolas, las de la zona euro en su conjunto y las de otros países desarrollados significativos al finalizar 2011. El 82,2% del PIB de las familias españolas superaba en 36,8 puntos porcentuales (pp) el nivel de las italianas, en 22,4 pp el de las alemanas y en 16,4 pp la media de la zona euro. Pero era inferior en 5,4 pp al de EE.UU., en 21,7

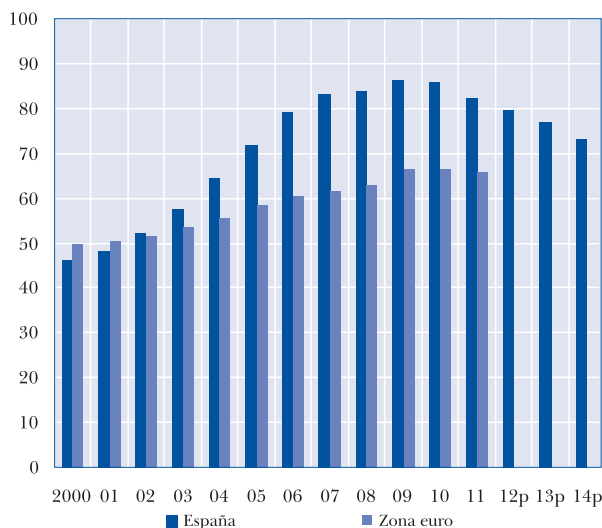
pp al del Reino Unido y en 44,1 pp al de Holanda. Por su parte, el gráfico 2 nos muestra que al inicio de este siglo la deuda española era inferior a la media de la zona euro y cómo la primera empezó a crecer más rápido, adelantando a la segunda a partir de 2003. Fue, por tanto, a partir de la integración de España en la UEM, que trajo unas condiciones financieras en cuanto a precio y disponibilidad de crédito nunca conocidas anteriormente y posibilitó el desarrollo de la burbuja inmobiliaria, cuando el nivel de deuda de las familias españolas empezó a alejarse de la media de la zona euro. En conclusión, puede decirse que las familias españolas partían de un nivel de apalancamiento bajo al comienzo del último ciclo económico e inmobiliario, pero que el mismo creció mucho más rápido que el de la mayoría de los países de su entorno, hasta situarse notablemente por encima.

GRÁFICO 1. DEUDA BRUTA DE LOS HOGARES, 2011
Porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat, FED USA, Banco de Japón.

GRÁFICO 2. DEUDA BRUTA DE LOS HOGARES ESPAÑA-UEM, 2000-2014
Porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat (Clas financieras) y FUNCAS (previsiones 2012-14).

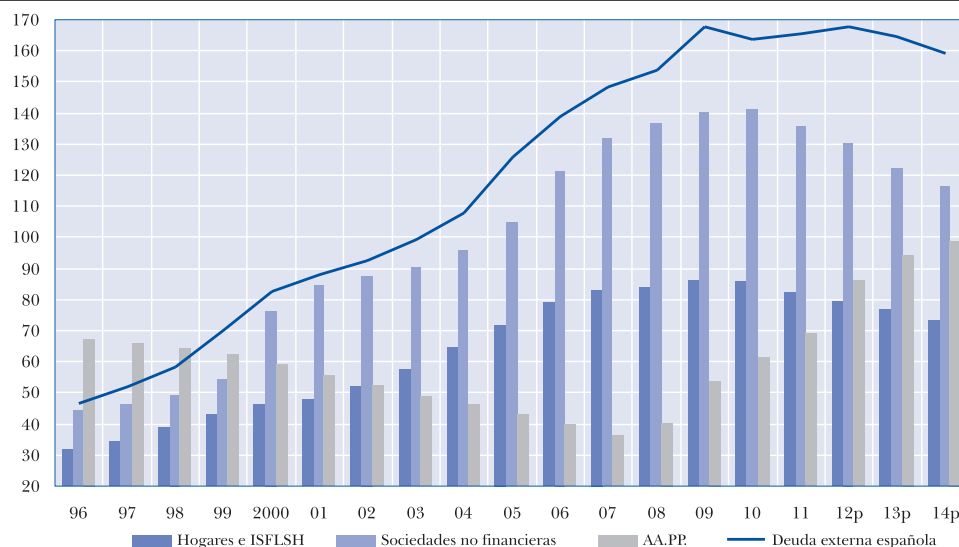
Otra cuestión es si este nivel es sostenible, ya que, en principio, el hecho de que se sitúe por encima de la media europea tampoco es un argumento definitivo, pues en ello pueden influir diferencias estructurales (capacidad de generar ahorro, desarrollo del sistema financiero e hipotecario, liquidez y otras características del mercado inmobiliario, como el régimen de propiedad de la vivienda, etc.) que expliquen y posibiliten mayores ratios de endeudamiento sin que ello lleve aparejado menores ratios de solvencia. El verdadero problema para las familias españolas es que la crisis ha afectado al empleo y, por tanto, a su renta disponible de forma mucho más profunda que a sus homólogas europeas, y como consecuencia, a su capacidad para hacer frente a sus deudas. Por otro lado, la propia crisis del sistema bancario se traduce en una menor capacidad y disponibilidad del mismo 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.

El gráfico 3 nos muestra que no sólo las familias alcanzaron un nivel excesivo de deuda, que ahora deben reducir. El endeudamiento de las empresas no financieras creció a mucho mayor ritmo que el de las familias y en su punto máximo de 2010 superaba en casi 37 pp del PIB a la media de la zona euro.

En sentido contrario, la fase expansiva del último ciclo, al proporcionar elevados y crecientes ingresos al sector público, propició la corrección del déficit público y la disminución de la deuda, que en su nivel mínimo de 2007 era inferior en unos 30 pp del PIB a la media de la zona euro. Pero la crisis ha golpeado fuertemente a las finanzas públicas españolas y sus necesidades de financiación y deuda crecen desde 2008 rápidamente. En un contexto de restricción financiera general y de desapalancamiento del sector bancario, ello implica una mayor dosis de restricción para el sector privado no financiero. Es decir, por razones varias y todas imperiosas, dicho sector está abocado a un proceso de rápido desapalancamiento.

GRÁFICO 3. DEUDA BRUTA POR SECTORES, ESPAÑA 1996-2014
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Clas financieras) y FUNCAS (previsiones 2012-14).



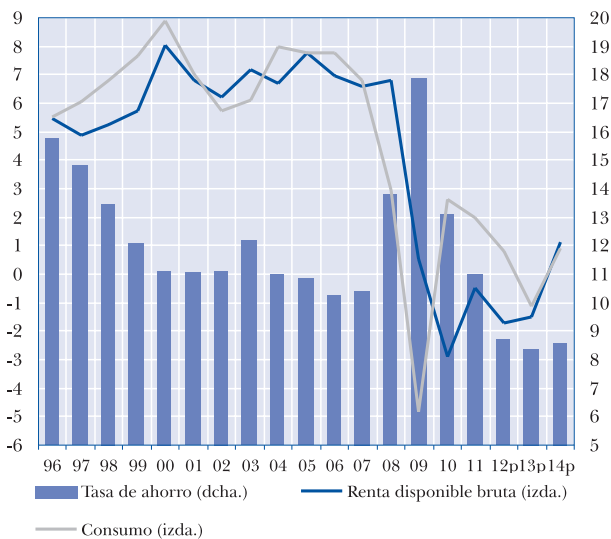
2. EL COMPORTAMIENTO ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS FAMILIAS DURANTE LA CRISIS

De acuerdo con el comportamiento anticíclico que caracteriza al ahorro privado, la tasa de ahorro de los hogares, definida como el porcentaje de la renta disponible que no se destina a gastos de consumo, registró una caída del orden de cinco puntos porcentuales entre 1995 y 2001, del 16% al 11%. Tras recuperarse ligeramente durante la desaceleración del crecimiento del PIB y el aumento del paro en 2002-2003, en 2004 recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,4% en 2007 (gráfico 4). Los principales factores que explican estas variaciones cíclicas del ahorro familiar son el crecimiento de la renta, la tasa de paro, los tipos de interés, las

expectativas económicas, la tasa de inflación y las variaciones cíclicas de la riqueza. Todos ellos llevaron a los hogares a aumentar su gasto en consumo por encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente entre 1996 y 2007 (con las excepciones de 2002-2003), lo que provocó el deterioro de la tasa de ahorro. Más aún, al tiempo que se reducía la tasa de ahorro aumentaba la tasa de inversión (formación bruta de capital, que en el caso de las familias se materializa fundamentalmente en vivienda), de forma que a partir de 2004 esta última tasa superó la del ahorro, dando lugar a un vuelco en el saldo de operaciones no financieras, que pasó de un superávit (capacidad de financiación) del 5% del PIB en 1996 a un déficit (necesidad de financiación) del 2,7% en 2007 (gráfico 5).

GRÁFICO 4. RENTA, CONSUMO Y AHORRO DE LOS HOGARES

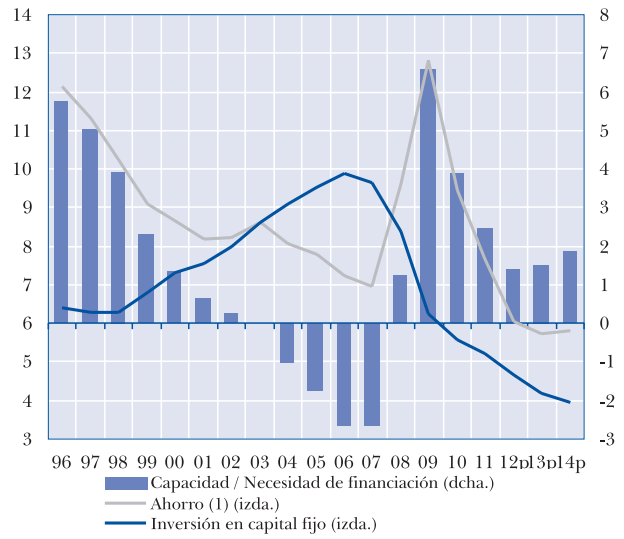
Variación anual en % y porcentaje de la renta



Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); 2012-14, previsiones FUNCAS.

GRÁFICO 5. AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT DE LOS HOGARES

Porcentaje del PIB



(1) Incluye transferencias de capital netas.

Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); 2012-14, previsiones FUNCAS.

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

En el cuadro 1 se recoge un resumen de las cuentas no financieras de las familias desde 2007. En ese año y el siguiente, la renta disponible continuó creciendo a tasas similares a las de los años anteriores de expansión. Ello se debió a que las remuneraciones salariales, el principal componente de dicha renta, continuaron aumentando a tasas elevadas, ya que el deterioro del empleo, que empezó a caer en 2008, se compensó con una aceleración de los salarios por trabajador, que en buena parte se explica por un efecto composición derivado de que los salarios de los trabajadores despedidos (fundamentalmente temporales en aquellos años) eran menores que los de aquellos que no perdieron su empleo, pero también por la inercia y falta de flexibilidad del sistema de negociación colectiva. También las reducciones fiscales de 2008 contribuyeron al sostenimiento de la renta disponible. Frente a este mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas de la renta, las familias, llevadas del efecto precaución comentado, comenzaron a frenar su

consumo, dando lugar a un cambio de tendencia al alza de la tasa de ahorro. Por su parte, la formación bruta de capital registró un brusco giro a la baja, lo que unido al aumento del ahorro originó la vuelta a una posición superavitaria del saldo de operaciones no financieras (equivalente al ahorro financiero de las cuentas financieras), tras cinco años en déficit.

En 2009 se produce un frenazo en el crecimiento de la renta disponible (gráfico 6). Las remuneraciones salariales cayeron un 2,4%, más por la intensa reducción del empleo (-5,6%) que por la moderación salarial, y más aún se redujeron las rentas no salariales, debido sobre todo a los menores intereses netos y dividendos cobrados por las familias. A pesar de que el saldo de las operaciones de distribución secundaria de la renta (prestaciones sociales y otras transferencias netas menos cotizaciones sociales e impuestos sobre la renta) siguió favoreciendo notablemente la renta disponible, ésta prácticamente se estancó. Pero las familias acentuaron el ritmo de reducción del consumo, que se desplomó a una tasa histórica, dando lugar a un aumento también histórico de la tasa de ahorro, hasta el 17,8%. También redujeron fuertemente sus adquisiciones de viviendas y otras inversiones en capital fijo, dando lugar a un superávit de operaciones no financieras del 6,6% del PIB.

En 2010 y 2011 continuó el deterioro de las rentas salariales y no salariales, lo que dio lugar a caídas de la renta disponible. No obstante, al calor de la incipiente, aunque modesta, recuperación de la economía, las familias empezaron a recuperar la confianza y a levantar el pie del freno del consumo. Además, debido al alza de los precios de la energía, la inflación repuntó notablemente, reforzando el aumento del consumo en términos nominales. Como consecuencia, la tasa de ahorro empezó a disminuir a un ritmo tan rápido como había subido durante 2008 y 2009. En niveles absolutos el ahorro se redujo un 40% en estos dos años, de 128.600 millones de euros en 2009 a 76.700 millones en 2011. También se fue moderando la caída de la inversión en capital fijo, todo lo cual redujo considerablemente la capacidad de financiación y el ahorro financiero.



CUADRO 1. CUENTA NO FINANCIERA DE LOS HOGARES E ISFLSH
Millones de euros y % de variación

	2007	2008	2009 (P)	2010 (P)	2011 (A)	2012 (F)	2013 (F)	2014 (F)
1.- Remuneración asalariados residentes	503870	537591	524452	512736	508485	483894	467134	465707
- % variación anual	8,2	6,7	-2,4	-2,2	-0,8	-4,8	-3,5	-0,3
2.- Rentas no salariales, netas	262713	264053	248029	235380	235508	242241	245764	252875
- % variación anual	7,2	0,5	-6,1	-5,1	0,1	2,9	1,5	2,9
3.- SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1+2)	766583	801644	772481	748116	743993	726135	712897	718582
- % variación anual	7,8	4,6	-3,6	-3,2	-0,6	-2,4	-1,8	0,8
4.- SALDO DE RENTAS SECUNDARIAS	-95422	-84685	-51536	-48029	-47401	-41667	-38701	-37168
- % variación anual	17,6	-11,3	-39,1	-6,8	-1,3	-12,1	-7,1	-4,0
5.- RENTA DISPONIBLE BRUTA (RDB) (3+4)	671161	716959	720945	700087	696592	684468	674196	681413
- % variación anual	6,6	6,8	0,6	-2,9	-0,5	-1,7	-1,5	1,1
6.- Variac. particip. reservas fondos pensiones	3476	4408	83	-177	136	102	92	94
7.- Gasto en consumo final	604654	622368	592404	608105	620012	624927	617779	623200
- % variación anual	6,8	2,9	-4,8	2,7	2,0	0,8	-1,1	0,9
8.- AHORRO BRUTO (5+6-7)	69983	98999	128624	91805	76716	59644	56509	58307
- % variación anual	8,4	41,5	29,9	-28,6	-16,4	-22,3	-5,3	3,2
8.b.- TASA DE AHORRO BRUTO, en % RDB (13/10)	10,4	13,8	17,8	13,1	11,0	8,7	8,4	8,6
8.c.- Ahorro bruto en porcentaje del PIB	6,6	9,1	12,3	8,8	7,2	5,7	5,4	5,5
9.- Gastos de capital, netos (b)	97984	85686	59632	51224	50706	44991	40497	38463
- % variación anual	8,4	-12,6	-30,4	-14,1	-1,0	-11,3	-10,0	-5,0
10.- CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (8-9)	-28001	13313	68992	40581	26010	14652	16012	19844
10.b.- En porcentaje del PIB	-2,7	1,2	6,6	3,9	2,4	1,4	1,5	1,9
11.- Ajuste entre cap. de financ. y Operac. financieras netas	8186	-10663	-7193	-5353	7121	0	0	0
12.- AHORRO FINANCIERO (Operac. finac. Netas) (10+11)	-19815	2650	61799	35228	33131	14652	16012	19844
12.b.- Ahorro financiero en porcentaje del PIB	-1,9	0,2	5,9	3,4	3,1	1,4	1,5	1,9
PRO MEMORIA:								
PIB, precios corrientes	1053161	1087788	1048060	1048883	1063355	1052934	1046600	1060528

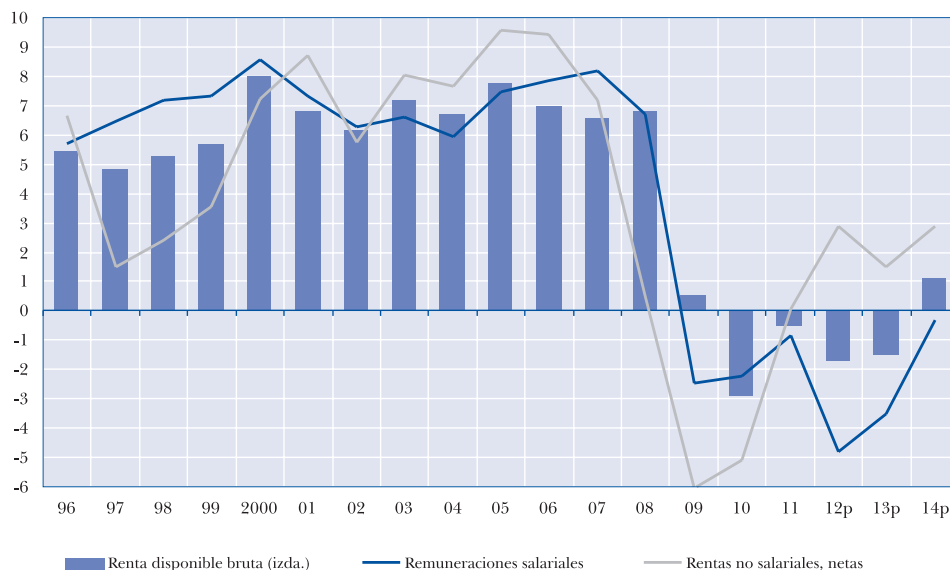
(P) Provisional. (A) Avance. (F) previsión

Fuentes: INE, Banco de España y FUNCAS (previsiones 2012-14).

La nueva recaída en recesión de la economía a partir de mediados de 2011, la intensificación consiguiente de la destrucción de empleo y el deterioro de los indicadores de confianza deberían haber activado de nuevo el efecto precaución de las familias provocando nuevas caídas del consumo. Así, en efecto, ha ocurrido, aunque el ritmo de descenso de éste es, de momento, inferior al de la renta, tanto más cuanto el nuevo repunte de los precios del petróleo y las medidas fiscales tomadas por el Gobierno (aumentos de la

parte del precio de los medicamentos que pagan los consumidores y del IVA) han disparado de nuevo los precios de los bienes y servicios. Como consecuencia, durante los dos primeros trimestres de 2012 la tasa de ahorro ha seguido cayendo de forma intensa. Haciendo una suma móvil de cuatro trimestres para evitar la acusada estacionalidad y disponer de una visión más tendencial, la misma ha pasado del 11% a finales de 2011 al 9,6% en el segundo trimestre, último con datos disponibles.

GRÁFICO 6. RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES
Valoración anual en %



Fuente: Hasta 2011, INE (CNE); 2012-14, previsiones FUNCAS.

El fuerte ajuste de los gastos en consumo e inversión fija que vienen llevando a cabo las familias desde 2008 les ha permitido, como se ha señalado, generar ahorro financiero positivo (financiar al resto de sectores de la economía, que es la posición normal de las familias, así como la de las empresas no financieras es la contraria) y cambiar la tendencia creciente de su deuda bruta. Los datos básicos de estos cambios se recogen en el cuadro 2, que muestra la cuenta de operaciones financieras (flujos) y los balances (stocks) de estos años. En el bloque A de dicho cuadro se ve que el ahorro financiero comienza a superar las adquisiciones netas de activos financieros a partir de 2009, lo que se traduce en una cifra negativa de pasivos netos contraídos. Aunque las variaciones del valor de los balances (bloque B) entre un periodo y otro no obedecen sólo a las de los saldos de las operaciones financieras llevadas a cabo en dicho periodo, sino que también vienen determinadas en mayor o menor medida por los cambios en la valoración de los activos o pasivos al final del periodo y otros ajustes, estas cifras negativas de pasivos netos contraídos

anualmente desde 2009 se reflejan en la disminución de los pasivos del balance desde ese mismo año.

Dentro de esos pasivos, la deuda bruta supone más del 93%, siendo, por tanto, su comportamiento la que viene a determinar el de los pasivos totales. Esta deuda empezó a disminuir en 2009 en términos absolutos, aunque no así como porcentaje del PIB, dado que este se redujo en ese año en mayor proporción que aquella. Pero ya en 2010 este porcentaje inició el descenso, intensificándose esta tendencia en 2011. En este año la deuda alcanzó 873.685 millones de euros, un 82,2% del PIB, que supone una reducción de 4,2 puntos respecto al máximo de 2009.

En el próximo apartado se presenta un escenario de comportamiento de las cuentas económicas y financieras para el año en curso y los dos próximos. Hacer previsiones del comportamiento de ciertas variables financieras, como la variación de activos o pasivos, suele ser más incierto que hacerlas sobre variables «reales», pero siempre es útil hacer escenarios coherentes con los factores condicionantes generales que ilustren el



comportamiento previsible de las mismas y de sus consecuencias. En este trabajo el escenario realizado conduce a una senda de desapalancamiento de las familias como el que recoge el gráfico 2. En él, la deuda bruta se reduce unos 3 pp

del PIB por año, hasta el 73,3% del PIB en 2014. Si este ritmo se mantuviera más allá de ese año, en 2017 el endeudamiento relativo de las familias españolas se situaría cercano al nivel medio de la zona euro.

CUADRO 2. CUENTAS FINANCIERAS DE LOS HOGARES E ISFLSH
Millones de euros y % del PIB

	2007	2008	2009 (P)	2010 (P)	2011 (A)	2012 (F)	2013 (F)	2014 (F)
A. CUENTAS DE OPERACIONES FINANCIERAS								
A.1.- Adquisiciones netas de ACTIVOS FINANCIEROS	76062	25574	47963	34385	23530	-14352	-16536	-10661
- En % del PIB	7,2	2,4	4,6	3,3	2,2	-1,4	-1,6	-1,0
A.2.- AHORRO FINANCIERO (Operac. finac. Netas)	-19815	2650	61799	35228	33131	14652	16012	19844
- En % del PIB	-1,9	0,2	5,9	3,4	3,1	1,4	1,5	1,9
A.3.- PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS (A.1-A.2)	95877	22924	-13837	-843	-9601	-29004	-32548	-30505
- En % del PIB	9,1	2,1	-1,3	-0,1	-0,9	-2,8	-3,1	-2,9
B. BALANCE FINANCIERO								
B.1.- ACTIVOS FINANCIEROS	1901508	1691493	1760095	1747283	1698590	1614548	1558039	1550249
- En % del PIB	180,6	155,5	167,9	166,6	159,7	153,3	148,9	146,2
B.2.- PASIVOS FINANCIEROS	936517	965449	953411	960022	933118	904114	871566	841061
- En % del PIB	88,9	88,8	91,0	91,5	87,8	85,9	83,3	79,3
B.2.1.- De ellos, DEUDA BRUTA (préstamos)	876630	913385	905478	900681	873685	838738	805188	776919
- En % de la renta disponible bruta	130,6	127,4	125,6	128,7	125,4	122,5	119,4	114,0
- En % del PIB	83,2	84,0	86,4	85,9	82,2	79,7	76,9	73,3
B.3.- ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (B.1-B.2)	964991	726043	806684	787261	765472	710434	686473	709188
- En % del PIB	91,6	66,7	77,0	75,1	72,0	67,5	65,6	66,9
PRO MEMORIA:								
PIB, precios corrientes	1053161	1087788	1048060	1048883	1063355	1052934	1046600	1060528

(P) Provisional. (A) Avance. (F) Previsión

Fuentes: INE, Banco de España y FUNCAS (previsiones 2012-14).

3. PREVISIONES 2012-14

3.1. EL CONTEXTO MACROECONÓMICO Y LAS CUENTAS DE LAS FAMILIAS

El punto inicial del escenario parte de las previsiones macroeconómicas en las que se van a desenvolver las economías familiares. En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de estas previsiones, que corresponden a las últimas publicadas por la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). A falta de conocer la contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2012, para el que se espera un retroceso del PIB mayor que el registrado en los tres primeros, se estima una caída media

anual del PIB real del 1,4% en este año. Este sería el resultado de unas aportaciones de la demanda interna y del saldo exterior de -3,8 pp y 2,4 pp, respectivamente, cifras estas últimas que ilustran del profundo y prolongado proceso de ajuste que está realizando la economía española para equilibrar sus gastos con sus ingresos, tras alcanzar un desequilibrio histórico del 10% del PIB en 2007. Si a esta variación del PIB se le resta el notable crecimiento de la productividad aparente del trabajo, el empleo total disminuirá en 2012 un 4,3% (740.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo), y el empleo asalariado, un 5%. Prácticamente lo mismo caerán las remuneraciones de los asalariados, la

CUADRO 3. ESCENARIO MACROECONÓMICO: PREVISIONES 2012-14
Variación anual en %, salvo indicación en contrario

	2007	2008	2009 (P)	2010 (P)	2011 (A)	2012 (F)	2013 (F)	2014 (F)
1.- PIB, precios constantes	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,6	0,3
2.- Consumo privado	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-1,8	-3,3	-0,6
3.- Consumo público	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,0	-4,9	-2,9
4.- Formación bruta de capital fijo	4,5	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-9,0	-7,9	-3,4
5.- Demanda interna (aportac. al crec. del PIB en pp)	4,3	-0,6	-6,6	-0,6	-1,9	-3,8	-4,5	-1,5
6.- Saldo exterior (aportación al crec. del PIB en pp)	-0,8	1,5	2,9	0,3	2,3	2,4	2,9	1,8
7.- Precios de consumo	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,5	1,9	1,5
8.- Empleo	3,0	-0,2	-6,3	-2,5	-1,7	-4,3	-3,2	-0,6
9.- Tasa de paro (% de la poblac. activa)	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6	25,1	27,3	27,2
10.- Remuneración de los asalariados	8,2	6,6	-2,4	-2,3	-0,8	-4,8	-3,5	-0,3
11.- Excedente de explotación / rentas mixtas	8,0	3,8	-2,6	-1,0	5,0	2,8	0,4	2,9
12.- Capacidad / necesidad de financiación frente al resto del mundo (% del PIB)	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-1,7	0,6	2,1

(P) Provisional. (A) Avance. (F) Previsión

Fuentes: INE y FUNCAS (previsiones 2012-14).

fuelle principal de las rentas familiares, ya que el salario por trabajador apenas variará. Si tenemos en cuenta que los precios de consumo aumentarán en torno al 2,5%, la caída de las rentas salariales reales alcanzará un 7,3%, la mayor desde el inicio de la crisis. El número medio anual de desempleados aumentará hasta unas 5.800.000 personas, el 25,1% de la población activa.

A lo largo de 2013, se prevé que las caídas trimestrales del PIB vayan moderándose, hasta estabilizarse o pasar a una tasa ligeramente positiva en el último trimestre. A pesar de ello, el PIB anual volverá a disminuir un 1,6%. De nuevo se espera una fuerte corrección de la demanda interna y una aportación notable del saldo exterior. Con ello, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente pasaría a ser positivo por primera vez desde 1997. El empleo volverá a registrar una significativa caída, aunque menor que en 2012, ya que el proceso de reducción de costes laborales y redimensionamiento de las plantillas favorecido por la reforma laboral se irá difuminando. Las rentas salariales volverán a retroceder un 3,5% en términos nominales y un 5% en términos reales. La tasa de paro, por su parte, seguirá al alza, alcanzando una media anual del 27,3%.

En un contexto de mejora generalizada de las economías europeas y de las condiciones financieras, la economía española podría registrar un crecimiento del PIB en 2014, aunque modesto, un 0,3%. La demanda interna continuará ajustándose a la baja, pero a menor ritmo, lo mismo que el empleo. Las rentas salariales apenas disminuirán en términos nominales, aunque aún lo harán casi un 2% al descontar el aumento de los precios.

A partir de este cuadro macroeconómico, no cabe esperar que la evolución de las rentas de los sectores institucionales sea muy positiva durante los dos próximos años. En todo caso, la peor parte va a corresponder a las familias, ya que las empresas van a seguir ajustando sus costes y mejorando su rentabilidad, lo que implica moderación salarial y ajustes de plantillas, es decir, menores rentas para las familias, al tiempo que el proceso de ajuste fiscal también supone una erosión de su ahorro, como consecuencia del aumento de la presión fiscal o del recorte de los gastos públicos.

En el cuadro 1 se presentan las previsiones de ingresos y gastos de las familias y, como consecuencia, de su ahorro y capacidad de financia-



ción hasta 2014, todo ello coherente con las previsiones macro comentadas anteriormente. Las estimaciones para 2012, realizadas a partir de los datos publicados del primer semestre, contemplan un descenso de la tasa de ahorro hasta el 8,9%, en un contexto de aceleración de la caída de la renta disponible. Las remuneraciones de los asalariados continuarán descendiendo a un ritmo notablemente superior al de 2011 e incluso al de los años más duros de la primera recesión, debido a la fuerte caída del empleo y, ahora sí, a la moderación de los salarios por trabajador. Las rentas no salariales netas actuarán, en cambio, en sentido contrario, sobre todo las de la propiedad y la empresa, al bajar el coste de los pasivos y aumentar la rentabilidad de los activos, pero no llegarán a impedir una nueva disminución de las rentas primarias. Por su parte, el juego de los ingresos y pagos del proceso de distribución secundaria de la renta tendrá un efecto ligeramente positivo sobre el crecimiento de la renta disponible, pues el aumento de las prestaciones sociales y la disminución de las cotizaciones contrarrestarán la subida del IRPF llevada a cabo a comienzos del año. En conjunto, la renta disponible disminuirá por tercer año consecutivo, en torno al 1,7%. En cuanto al consumo, su variación real será negativa, pero no así su variación nominal. Como consecuencia, el ahorro se reducirá más de un 20%, hasta unos 59.600 millones de euros. Ello se traducirá en una reducción de la capacidad de financiación hasta unos 14.650 millones (1,4% del PIB), a pesar de que la inversión en vivienda también acelerará su caída.

Para 2013 se espera una nueva disminución de la tasa de ahorro de familias. Las remuneraciones de los asalariados continuarán descendiendo, teniendo en cuenta que se espera una caída del empleo asalariado del 3,8%, lo que determinará caídas de las rentas primarias y de la renta disponible similares a las de 2012. En este contexto, es de prever que el consumo también caiga, incluso en términos nominales, aunque probablemente algo menos que la renta, por lo que volverá a disminuir moderadamente el ahorro. La tasa de ahorro bajará hasta el 8,4%, cifra

significativamente por debajo de la media histórica. Este nivel de la tasa de ahorro, inconsistente con la situación cíclica, la pérdida de riqueza y las expectativas negativas de los hogares acerca de su renta a medio y largo plazo (renta permanente) hay que entenderlo en un contexto en que los ingresos de un número creciente de hogares no les permiten llegar a fin de mes y sólo pueden mantener un nivel de gasto mínimo desahorrandolo. La caída de la formación bruta de capital permitiría, en todo caso, mantener la capacidad de financiación a un nivel ligeramente superior al de 2012.

El inicio de la recuperación económica en 2014, aunque sea a ritmos moderados, empezará a notarse también en las cuentas de las familias, que al menos frenarán el deterioro de los últimos años. El empleo y las rentas salariales aún podrían registrar una leva caída, que sería contrarrestada con un mejor comportamiento de las rentas no salariales, de forma que la renta disponible podría aumentar en torno al 1%. Dado que la tasa de ahorro se encontrará en mínimos históricos, es difícil que continúe descendiendo al ritmo de los tres últimos años, lo que significa que las familias tendrán que acompasar su consumo a la evolución de su renta. Eso daría margen para un crecimiento nominal de éste también del orden del 1%, que, al descontar la inflación, aún supondría una caída en términos reales de medio punto porcentual. Estas cifras reflejan, en resumen, el muy escaso, o nulo, margen para que se produzca una recuperación del consumo antes de 2014, dada la previsible evolución de las rentas familiares y el nivel mínimo histórico de su tasa de ahorro. Menos previsible aún es que se produzca la recuperación de los gastos de capital de las familias, que continuarán disminuyendo en 2014, aunque a menor ritmo. Ello hará posible que la capacidad de financiación siga aumentando hasta situarse cercana al 2% del PIB.

Teóricamente la capacidad o necesidad de financiación que se obtiene de las cuentas económicas de los sectores es equivalente al saldo de operaciones financieras (ahorro financiero) de las cuentas financieras. Sin embargo, en el caso de las familias dichas cifras difieren en cantidades a

veces significativas, debido sobre todo a las diferencias de clasificación entre familias y sociedades no financieras en unas y otras cuentas. El problema es que estas diferencias son muy volátiles y cambian de signo de año en año, por lo que es difícil hacer una previsión de las mismas. Por ello aquí se hace la hipótesis de que su valor es cero en todo el periodo de previsión, de manera que el ahorro financiero equivale a la capacidad de financiación señalada, es decir, un 1,4% del PIB en 2012 (unos 14.600 millones de euros), 1,5% en 2013 (16.000 millones) y 1,9% en 2014 (19.800 millones). Estos porcentajes son superiores a la media del periodo 2000-2008, pero significativamente inferiores a la de los años noventa.

3.2. CUENTAS FINANCIERAS: AHORRO, DESAPALANCAMIENTO Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

Una vez obtenido el ahorro financiero como resultado de las operaciones de ingresos y gastos económicos de las familias, podemos pasar a las cuentas financieras con el fin de llegar a un escenario que nos ilustre de cuál puede ser la actuación de las familias como agentes financiadores de la economía. El bloque B del cuadro 2 nos muestra una previsión del balance coherente con la senda de desapalancamiento establecida como hipótesis razonable, es decir, que la ratio deuda/PIB disminuya unos tres puntos porcentuales por año, con lo que se situaría en el 73,3% en 2014 (777.000 millones de euros). Asumiendo que la evolución de los pasivos financieros es pareja a la de aquella, estos deberían reducirse en unos 29.000 millones de euros en 2012, 32.500 millones en 2013 y 30.500 millones en 2014.

Como se ha señalado anteriormente, las variaciones del valor de los balances a lo largo de un periodo obedecen al resultado de los saldos de las operaciones financieras llevadas a cabo en dicho periodo y a ajustes diversos, entre ellos, los cambios en la valoración de los activos o pasivos. Ahora bien, a efectos de hacer un escenario de previsiones, tales ajustes son prácticamente imposibles de modelizar, por lo que aquí hare-

mos la simplificación de que son únicamente los resultados de las operaciones financieras de cada periodo los que determinan la variación de los activos o pasivos del balance. Así pues, las variaciones del pasivo de las familias señaladas en el párrafo anterior serían equivalentes a los pasivos netos contraídos de la cuenta de operaciones financieras que se muestra en el bloque A del cuadro 2.

Una vez estimados el ahorro financiero y los pasivos netos contraídos en cada periodo, la suma de ambos equivale a las adquisiciones netas de activos financieros en dicho periodo. Los resultados son que esta adquisición pasa a ser negativa en 2012 y se mantiene con este signo hasta 2014. Concretamente, -14352 millones en 2012, -16.536 millones en 2013 y -10.661 en 2014.

Es decir, en un contexto económico como el aquí expuesto, de caídas de la renta disponible de las familias, estas no son capaces ni de aumentar su bajo nivel de consumo actual (al contrario, este continuaría cayendo hasta 2014) ni de generar el ahorro suficiente para amortizar su deuda y llevar a cabo un ritmo de desapalancamiento razonable. Para llevar a cabo este desapalancamiento las familias deben liquidar activos en términos netos, lo que significa que su adquisición neta de activos financieros (la financiación neta que proporcionan a la economía) es negativa. Sin duda, este no es un escenario propicio para la industria financiera ni para el conjunto de la economía. Aunque es particularmente difícil prever la demanda de activos concretos a tan largo plazo de tiempo, dado que el grueso de los activos financieros de las familias vienen constituidos por depósitos bancarios o productos asimilados, es previsible que estos mantengan la tendencia actual a la baja, lo que en un contexto de desapalancamiento del sector bancario y de reducción de la ratio préstamos/depósitos se traduciría en un factor añadido de restricción crediticia al conjunto de la economía.

4. CONCLUSIONES

La economía española está inmersa en múltiples procesos de ajustes, reestructuraciones y refor-



mas de largo alcance y duración, todo ello en un contexto de restricción y carestía del crédito para el sector privado. Ello la va a mantener en recesión durante al menos el próximo año, y en tasas de crecimiento moderados durante unos cuantos años más. En estas condiciones, tardará en recuperarse el empleo y la recuperación de la renta disponible de las familias será muy gradual, lo que no deja apenas margen para un repunte del consumo, sobre todo si las familias optan por aumentar su tasa de ahorro, situada en mínimos históricos.

Con un ahorro bajo y poca capacidad de aumentarlo, las familias sólo pueden generar capacidad de financiación (ahorro financiero) manteniendo deprimidos sus gastos de capital, es decir, las adquisiciones de viviendas, lo que, además de la restricción crediticia, constituye otro factor que va a demorar la absorción del stock de viviendas y, por tanto, la capacidad de que el ciclo inmobiliario inicie su recuperación.

Es más, con el ahorro financiero que previsiblemente generen, las familias apenas podrían avanzar en el proceso de desapalancamiento, por lo que pueden verse abocadas a una reducción de sus activos financieros, es decir, a unas adquisiciones netas de activos negativas, lo que significa que drenan financiación a la economía. Si el sistema bancario tiene que reducir sus ratios de apalancamiento y a la vez financiar el creciente endeudamiento del sector público, todo ello implica que el crédito al sector privado no financiero continuará cayendo durante unos cuantos años, lastrando así la recuperación de la economía.

La relajación de tales condiciones financieras sólo podría venir por un alargamiento de los procesos en marcha de desapalancamiento del sector bancario y del sector privado no financiero. Pero ello depende de la confianza de los acreedores y prestamistas de estos sectores, difícil de recuperar a corto plazo sin el respaldo de las instituciones europeas.



PATRIMONIO FAMILIAR Y CRISIS INMOBILIARIA. LA APUESTA POR EL ALQUILER

José Manuel Naredo.

Doctor en Ciencias Económicas

Profesor (ad honorem) de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid

1. DIAGNÓSTICO: CONSECUENCIAS DE LA CRISIS INMOBILIARIA SOBRE LOS HOGARES

El diagnóstico del presente condiciona las propuestas y la evolución de los acontecimientos en el futuro. Por ejemplo, la negación primero por gobiernos y analistas de la existencia misma de la burbuja inmobiliaria, el posterior vaticinio de que se produciría un «aterrizaje suave»,...o los continuados anuncios de la aparición de «brotes verdes», contribuyeron a desactivar el temprano reconocimiento y tratamiento de los problemas que aquejaban a la economía española. Ahora, tras un lustro de crisis y dejación inmobiliaria, estos problemas han ido aflorando y pidiendo soluciones cada vez con mayor premura. Con la creación del «banco malo»¹, que se hará cargo de los descartes inmobiliarios de las entidades financieras lastradas por la crisis, tocará a su fin un forcejeo de valoraciones que se ha venido manteniendo hasta el momento. Suena la hora de la verdad en la que las valoraciones y acuerdos adoptados cerrarán algunas de las indeterminaciones pendientes sobre quiénes acabarán

¹ En el Consejo de Ministros del 31 de agosto de 2012 se decidió crear en España la Sociedad de Gestión de Activos, conocida como el «banco malo», para permitir a la banca trasladarle los «activos tóxicos» y sanear, así, sus balances, siguiendo el ejemplo de Irlanda. Conviene recordar que ese país está saliendo mejor parado de la crisis porque en él, además de haber tenido comparativamente menos peso el monocultivo del ladrillo, se reconocieron tempranamente y sin tapujos las minusvalías inmobiliarias y se creó el «banco malo» hace ya dos años. Es decir, que en ese país se reconocieron y trataron los problemas con mayor diligencia que en el nuestro.

pagando el festín de plusvalías inmobiliarias que ha vivido la economía española durante un largo decenio. Pues, como todo movimiento especulativo, la burbuja inmobiliaria ha sido un juego de suma cero, en el que las plusvalías realizadas por ciertas personas o entidades, han de acabarlas pagando otras. En lo que sigue enjuiciaremos la situación de los hogares, en relación con las entidades financieras e inmobiliarias, y comentaremos las posibles medidas a adoptar para paliar los daños económicos y sociales asociados a la crisis.

Empecemos situando el último boom inmobiliario en un contexto amplio para apreciar sus rasgos específicos. Mi larga experiencia me ha permitido vivir como analista los tres últimos ciclos inmobiliarios (Gráfico 1) cuyas fases de auge y de declive marcaron el pulso de la economía española. El primero de ellos fue el auge de los sesenta y primeros setenta –caracterizados como los «años del desarrollo» y del «urbanismo salvaje»– que marcó en su día un máximo histórico de construcción y subidas de precios inmobiliarios. Ese boom se hundió con los programas de ajuste que exigieron las llamadas crisis petrolíferas de los setenta, siguiéndole un decenio de atonía inmobiliaria. El segundo boom inmobiliario² se desató tras la adhesión de España a la Unión Europea (UE), al calor de la entrada de capitales y empresas extranjeras deseosas de hacer negocio en el nuevo país de

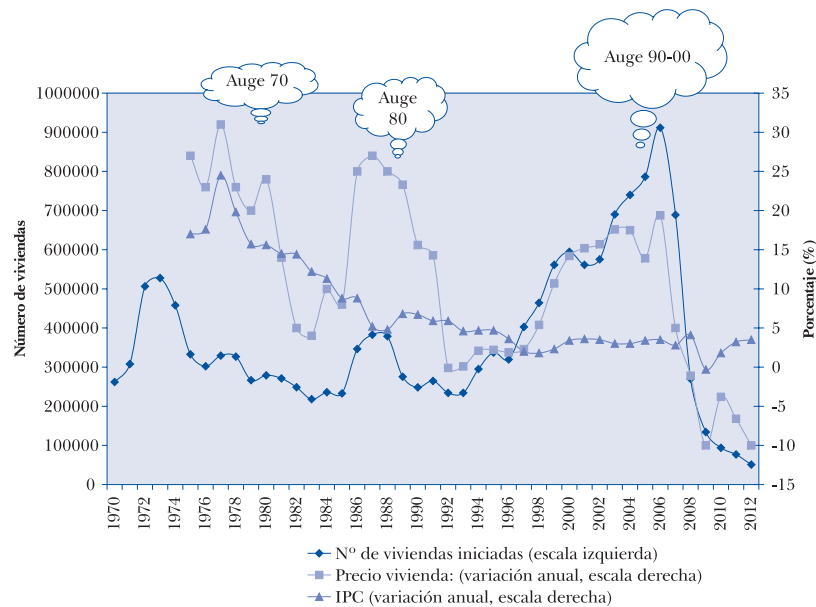
² Analizado en Naredo, J.M. (1996) *La burbuja inmobiliaria-financiera y su incidencia en la coyuntura reciente (1985-1995)*, Madrid, Siglo XXI de España.



la Europa comunitaria, con dos novedades a resaltar. En primer lugar, se produjo cuando el crecimiento demográfico y migratorio interno había venido remitiendo desde principios de los setenta, recortando las previsiones demográficas y las futuras necesidades de vivienda. En segundo lugar, a diferencia de lo que había ocurrido en el pasado, el notable crecimiento de los precios inmobiliarios no formaba parte ya de un fenómeno inflacionista generalizado, sino que se solapó con una notable desaceleración del crecimiento de los precios al consumo. Lo cual acentuó enormemente el diferencial entre el crecimiento de los precios inmobiliarios y la moderación de los precios al consumo, haciendo mucho más llamativas las plusvalías obtenidas en relación con los ingresos ordinarios. Se ensanchó también la brecha que se abría entre los enriquecidos propietarios y el resto de la población, contribuyendo a extender los afanes especu-

lativos al calor de las intensas revalorizaciones inmobiliarias. Pues esta burbuja afectó básicamente a los precios, pero no tanto al volumen construido, ya que la construcción de viviendas a penas superó, en dos ocasiones, el medio millón de viviendas anuales. Esta burbuja murió por estrangulamiento financiero tras los festejos de 1992³, cuando el endeudamiento y el enorme déficit exterior del país, tuvo que corregirse con tres devaluaciones sucesivas de la peseta, que acumularon una caída en su cotización próxima al 40 %, y un importante programa de ajuste. Pero el estancamiento económico y la atonía del mercado inmobiliario duraron poco porque, con la entrada en el euro, la bajada de los tipos de interés y un marco institucional propicio, la economía española emprendió una huída hacia adelante desencadenando una nueva burbuja especulativa mucho más importante que la anterior.

GRÁFICO 1. CICLOS INMOBILIARIOS, 1970-2007



Fuente: Actualización de Naredo, Carpintero y Marcos. FUNCAS, 2007.

³ En 1992 coincidieron dos eventos que arrastraron importantes inversiones en la construcción de inmuebles e infraestructuras: las Olimpiadas de Barcelona y el V Centenario del descubrimiento de América, celebrado por todo lo alto con la Exposición Universal de Sevilla, que justificó la primera línea de tren de Alta Velocidad (AVE) construida en España.



La intensidad y duración sin precedentes del último *boom* inmobiliario (1997-2007) vino alimentada por los medios de financiación también sin precedentes que logró la economía española al amparo del euro, unidos a las enormes rebajas del tipo de interés y el alargamiento de los plazos, que incentivaron notablemente el endeudamiento hipotecario, con un marco institucional que hacía muy atractiva la inversión inmobiliaria, tanto para promotores como para compradores, al prometer importantes plusvalías y contar con una fiscalidad favorable. La crisis bursátil de principios de siglo (2000-2003), unida a las sucesivas rebajas del tipo de interés acentuaron el huracán de dinero presto a invertirse en ladrillos, al que se añadió otro de fondos estatales y europeos orientados a financiar infraestructuras que hoy se revelan a todas luces sobredimensionadas⁴.

Un rasgo diferencial del pasado *boom* inmobiliario respecto a los precedentes fue el mayor afán de comprar viviendas como inversión, unido a la mayor presencia de compradores extranjeros. Cuando las gestoras de inversiones pasaron a ofrecer, junto a los productos financieros, productos inmobiliarios que se podían comprar viéndolos por *internet*, el mercado inmobiliario español pasó a competir con ventaja con los mercados financieros a la hora de atraer el ahorro de los potenciales inversores. Se desató así la espiral propia de las burbujas especulativas, en las que se compra porque se piensa que los precios van a subir y los precios suben porque aumentan las compras, cada vez más financiadas con créditos.

Otro rasgo diferencial del pasado boom inmobiliario es que generó un enorme volumen de construcción nueva (Gráfico 1). El hecho de que entre 2002 y 2007 se construyeran todos los años en España más viviendas que en Francia y Alemania juntas, cuando estos dos países triplican a España en población y la duplican en territorio, evidencia que este boom inmobiliario no solo se caracterizó por el fuerte crecimiento de

los precios, sino también por el gran volumen de construcción nueva reclamando, así, una financiación mucho mayor que los anteriores períodos de auge. El pasado boom inmobiliario incrementó en más de una cuarta parte el stock de viviendas, haciendo de España el país con más viviendas por habitante de la UE. España ha cubierto, así, sobradamente el «déficit» de viviendas con relación a la población, pero no las necesidades de vivienda de ésta, habida cuenta que las especulaciones subidas de precios se han simultaneado con una presencia cada vez más reducida de vivienda social. Como consecuencia de ello, España ostenta también el récord europeo en porcentaje de viviendas secundarias y desocupadas. Se plantea así la gran paradoja que enfrenta un stock de viviendas sobredimensionado e ineficientemente utilizado, junto a necesidades de vivienda insatisfechas, agravadas por la ola de desahucios originada por la crisis, haciendo que afloren de nuevo fenómenos de chabolismo e infravivienda que parecían haberse resuelto hace décadas.

El notable crecimiento de los precios inmobiliarios observado durante el auge, hizo que las revalorizaciones patrimoniales contribuyeran mucho más al enriquecimiento de los hogares propietarios de inmuebles de lo que lo hacían sus ingresos ordinarios. En efecto, el Gráfico 2 muestra cómo durante el pasado ciclo alcista, el aumento anual del patrimonio neto, espoleado por dichas revalorizaciones, no solo superó muy ampliamente el ahorro anual de los hogares, sino también su renta disponible. Este panorama explica la preferencia de los hogares por los activos inmobiliarios frente a los activos financieros. Preferencia que se acentuó por la mitología que enfrentaba la supuesta gran seguridad y rentabilidad de la inversión inmobiliaria⁵ a la muy baja rentabilidad de los activos financieros de renta

⁴ Segura, F. (2012) *Infraestructuras de transporte y crisis*, Madrid, Libros en Acción.

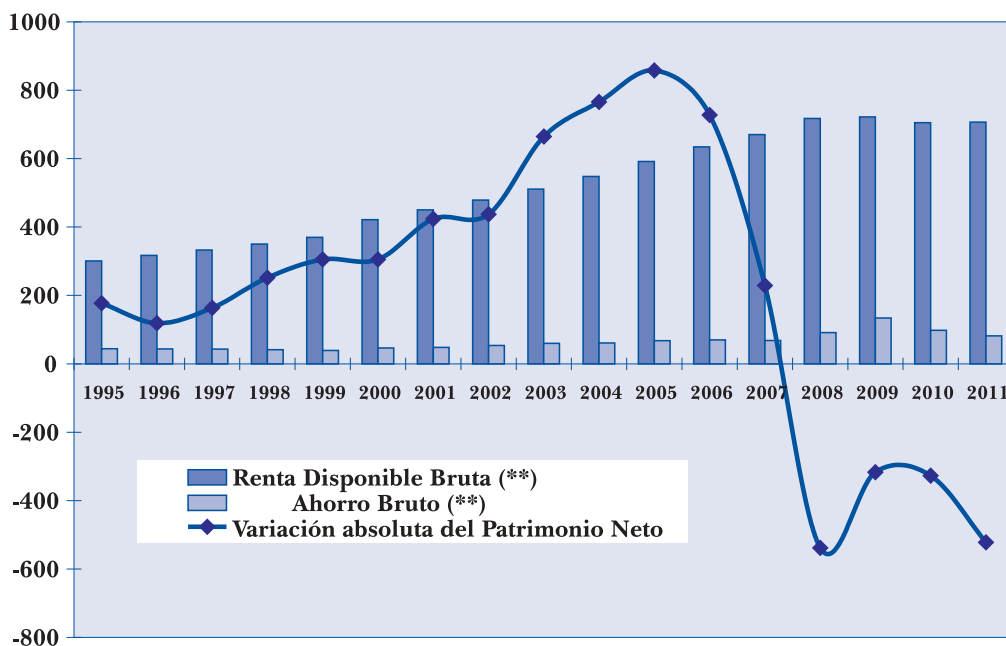
⁵ Se aseguraba que los precios de los inmuebles jamás caerían o que, todo lo más, mostrarían un «aterrizaje suave». Véase Naredo, J.M., «Mitos inmobiliarios de nuestro tiempo», *La Vanguardia*, 22-11-2005. Véase también el trabajo publicado con el mismo título en *El ecologista*, nº 46, 2005, pp. 27-29.



fija y al riesgo y la incertidumbre de los activos de renta variable que se abrió tras la crisis bursátil de principios de siglo. Frente a la vivienda como bien de uso, el pasado boom inmobiliario acentuó la percepción de la vivienda como un interesante y sólido producto de inversión para colocar el ahorro de los hogares, que aventajaba en seguridad y rentabilidad a los productos financieros. Es evidente que la presente crisis inmobiliaria ha

echado por tierra el mito de la solidez inmobiliaria, al mostrar que la inversión «en ladrillos» no estaba exenta de riesgos al acusar iliquidez y/o fuertes minusvalías. El Gráfico 2 muestra también las minusvalías patrimoniales de los hogares ocasionadas por la crisis y la caída de los precios inmobiliarios a partir de 2007, haciendo que el anterior «efecto riqueza» mudara en «efecto pobreza».

GRÁFICO 2. VARIACIONES ANUALES DEL PATRIMONIO NETOS DE LOS HOGARES EN RELACIÓN CON SUS FLUJOS DE RENTA Y AHORRO, 1995-2011
Millones de euros



(**) Debido al cambio de base la serie no es totalmente homogénea: entre 1995-1999 (base 1995) y para el período 2000-2007 (base 2000).

El principal talón de Aquiles del pasado boom inmobiliario ha sido su creciente necesidad de financiación, que succionó el ahorro y reclamó el fuerte endeudamiento de los hogares, llamados a pagar en última instancia ese «producto final» inmobiliario que son las viviendas. Habida cuenta que, sobre todo, es la compra de vivienda nueva la que reclama un esfuerzo financiero neto por parte de los hogares, ya que las compraventas de vivienda usada transcurren normalmente dentro del propio colectivo de hogares. El Gráfico 3 muestra

cómo el trepidante crecimiento de la inversión en ladrillo de los hogares, se produjo a costa de recortar su inversión financiera (medida por sus operaciones financieras netas). La tijera que abrían las dos curvas representadas en el gráfico mostraba un comportamiento económico a todas luces insostenible, sobre todo cuando en los cuatro últimos años del boom las operaciones financieras netas de los hogares se hicieron negativas. Es decir, que los hogares, en vez de aportar ya recursos al sistema financiero, se los demandaban para

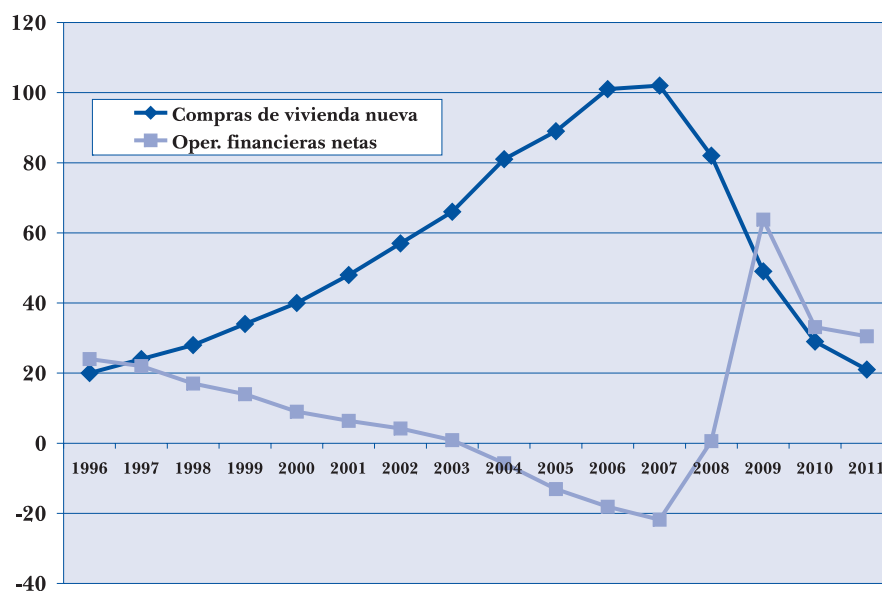


seguir invirtiendo en ladrillos. Lo cual rompía con la normalidad enseñada en los manuales de economía, que da por supuesto que el ahorro de los hogares genera la capacidad de financiación que las instituciones financieras movilizan para satisfacer la tradicional necesidad de financiación de las empresas. Pero en los cuatro últimos años del boom, 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. En estos cuatro años se multiplicó casi por cuatro el pasivo neto exigible de la economía española frente al exterior, correspondiendo el grueso de esta deuda a las entidades financieras. Se forzó, así, la situación cada vez más desequilibrada y dependiente que llevó a la economía española a la lamentable situación actual: tras el pinchazo de la burbuja, la elevada exposición de las entidades financieras autóctonas al riesgo inmobiliario trajo consigo la desconfianza, la «sequía de créditos» y los planes de salvamento, reconversión y ajuste de todos conocidos.

Frente a la idea que apunta, para escabullir responsabilidades, que la crisis vino de fuera

sorprendiendo a la economía española, hay que recordar que el mercado inmobiliario español empezó a mostrar síntomas de agotamiento antes de que explotara la crisis financiera internacional. El declive de la inversión extranjera en inmuebles y el aumento de la inversión en el extranjero, y en otros sectores, de las propias empresas inmobiliarias españolas, venían ya anticipando con varios años de adelanto el agotamiento del negocio inmobiliario autóctono. Por otra parte, los precios de los anuncios de venta de viviendas empezaron a caer ya de forma continuada desde abril de 2007, es decir, varios meses antes de que la explosión de las hipotecas *subprime* estadounidenses marcara en agosto de ese año el punto de arranque de la crisis internacional, que culminaría un año más tarde con la bancarrota de Lehmann-Brothers. La crisis internacional no motivó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria autóctona, que se manifestaba ya con anterioridad, sino que la agravó al cortar la liquidez foránea que la venía alimentando y al motivar la crisis del euro y las políticas de ajuste que acentuaron la espiral depresiva de la economía española.

GRÁFICO 3. INVERSIÓN EN VIVIENDA E INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES
(Miles de millones de euros)



Fuente: Actualización de Navedo, Carpintero y Marcos, FUNCAS, 2009.



Como se observa en el Gráfico 3, la inversión en ladrillo de los hogares inflexionó en 2007 e inició una caída fuerte y continuada en 2008, a la vez que repuntaba en ese mismo año la inversión financiera de los hogares, que aceleró su recuperación en 2009, con un aumento espectacular que algunos bautizamos como «el ahorro del miedo», al interpretarlo como una toma de conciencia de la población de la gravedad de la crisis que se avecinaba. A partir de ese año la espiral depresiva que se instala en la economía española forzó, tanto la caída de la inversión en ladrillo, como la de la inversión financiera de los hogares. Pues el aumento de las ya muy elevadas tasas de paro y las nuevas caídas de la renta disponible de los hogares, hizo que disminuyeran a la vez su consumo y su ahorro. Las Cuentas Trimestrales del INE muestran que la tasa de ahorro de los hogares, tras su repunte inicial, entra en caída libre desde el cuarto trimestre de 2009. Y esta caída se mantiene en los dos primeros trimestres del año en curso (últimos datos disponibles⁶), sin que se vean síntomas de recuperación en un futuro próximo⁷.

En un artículo entregado en 2007, justo antes de que explotara el *affaire* de las hipotecas *subprime* estadounidenses, concluíamos diciendo que «la exposición de la economía española a los riesgos inmobiliarios supera, en todos los aspectos, a la de los otros países considerados [incluido Estados Unidos]. Cuando la suerte ya está echada, el que los riesgos teóricos indicados se traduzcan en efectivos y afecten en mayor o menor medida a la economía en su conjunto, dependerá de la habilidad con la que se gestione la crisis inmobiliaria que se avecina»⁸. Ahora podemos decir que la crisis se gestionó de la peor manera posible: nuestros gobernantes no solo metieron la cabeza

debajo del ala esperando ingenuamente que pasara el chaparrón, sino que negaron reiteradamente los problemas, en vez de tratar de darles solución. Además la falta de información solvente y actualizada sobre los precios de mercado de los inmuebles, contribuyó a demorar este ajuste, desatando un forcejeo de valoraciones en el que los agentes económicos más afectados por las minusvalías inmobiliarias se han venido resistiendo a reconocer la caída de los precios de mercado en toda su dimensión.

En efecto, como ya hemos indicado en otro volumen de esta misma colección⁹, por muy sorprendente que parezca, no existe información directa y actualizada de los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones del mercado inmobiliario, lo cual es grave, cuando el valor de las operaciones inmobiliarias ha venido superando ampliamente, en nuestro país, al de las operaciones bursátiles. En España se ha venido utilizando el índice de precios de la vivienda que elabora trimestralmente el Ministerio de Fomento para seguir la evolución del mercado y valorar el stock de viviendas, dado que era la única información disponible con cobertura nacional¹⁰. Pero este índice no recoge los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones de viviendas, sino los precios que imputan a las viviendas las empresas de tasación de inmuebles que, como veremos, muestran una sospechosa aversión a la baja. Pues además de los normales desfases entre tasaciones y precios de mercado, el hecho de que las empresas de tasación trabajen mayoritariamente para entidades financieras¹¹ interesadas en soslayar el desplome de sus garantías hipotecarias hace dudar de la indepen-

⁶ Véase el gráfico sobre la evolución de la tasa de ahorro de los hogares incluido en la *Nota de prensa* del INE de 2 de octubre 2012 (p. 4), con datos de la *Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Segundo trimestre de 2012*.

⁷ Cabe remitir, en este mismo volumen, a las previsiones de Ángel Laborda, sobre la renta y el ahorro de los hogares.

⁸ Naredo, J.M., Carpintero, O. y Marcos, C. (2007) «Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional», *Cuadernos de Información Económica*, nº 200, sept./oct. 2007, p. 84.

⁹ Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2010) «Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares: tendencias y convergencia española con los estándares europeos», *Ahorro familiar*, Fundación de Estudios Financieros (FEF), Papeles de la Fundación, nº 39, p.100-101.

¹⁰ Véase página Web del Ministerio de Fomento, estadísticas, *Índice General de Precios de la Vivienda*, Madrid.

¹¹ Un reciente informe del Banco de España confirma de nuevo la elevada concentración de las empresas tasadoras y su fuerte dependencia de entidades de crédito: Banco de España, (2012): «Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2011», *Boletín Económico*, septiembre, 2012, pp. 91-106.



dencia de esta fuente. Y, para colmo, esta aversión a la baja se agrava en el índice de precios de la vivienda que calcula el Ministerio de Fomento: resulta sorprendente que este índice, elaborado cada tres meses a partir de los precios de tasación, empezara a caer con casi un año más tarde que los propios precios de tasación (tal y como se aprecia en el informe del Banco de España sobre las empresas tasadoras al que acabamos de referirnos: ver Gráfico 2 (a), p. 94).

En los últimos años dos nuevas fuentes rompieron el monopolio que venía ejerciendo el índice mencionado. Por una parte el INE elabora desde 2007 un nuevo índice de precios de la vivienda a partir de los precios escriturados por los notarios, como se viene haciendo en otros países europeos¹². El problema estriba en que, en España, los precios de mercado suelen situarse por encima de los escriturados, que están ligados a fines recaudatorios ajenos a la coyuntura inmobiliaria, lo que explicaría también cierta aversión a la baja. Además, la experiencia de otros países denota que la evolución de los precios proporcionados por los notarios y registradores observa también un retraso de varios meses respecto a los precios de mercado, en consonancia con el tiempo transcurrido entre el acuerdo de la transacción y la formalización e inscripción de la escritura. Con lo cual tampoco cabe esperar que esta fuente refleje de modo fidedigno la caída de los precios de mercado. Por otra parte, Fotocasa¹³ viene elaborando desde hace tiempo un nuevo índice mensual de precios de la vivienda a partir de los precios de los anuncios que, aunque también difieran de los de mercado, establecen una cota máxima bastante fiable. Cota máxima, porque las crisis inmobiliarias son fértiles en rebajas y «gangas», y los vendedores más necesitados de liquidez acaban vendiendo a precios bastante inferiores a los de los anuncios. Los precios de las subastas y ofertas de empresas inmobiliarias y bancos orientadas a saldar sus stocks, marcarían

la banda baja en la evolución de los precios, aunque lamentablemente no existe ningún índice que agregue esta información. Cabe concluir que las tres fuentes indicadas muestran caídas de precios de la vivienda bien diferentes, pero en todo caso, inferiores a las de mercado que no salen en la foto de nuestras precarias estadísticas. El Gráfico 4 muestra las discrepancias que existen entre los tres índices comentados. Se observa que durante la fase alcista del ciclo, los precios de los anuncios y los de tasación, recogidos en el índice del Ministerio de Fomento, siguen una evolución similar. Pero estos índices se divorcian cuando sobreviene la crisis: el de los anuncios inflexiona mucho antes y con mayor intensidad que los otros dos índices recogidos en el gráfico. Este divorcio da lugar a diferentes imágenes de la incidencia de la crisis sobre el patrimonio inmobiliario de los agentes económicos.

La evolución del patrimonio en vivienda de los hogares, muestra comportamientos bien diferentes según se valore utilizando uno u otro de los índices de precios comentados. El Gráfico 5 da cuenta de ello. Si se valora el patrimonio en vivienda con los precios del Ministerio de Fomento, se observa que sigue manteniendo un fuerte ritmo de crecimiento en 2007 y 2008, mientras que si se valora con los precios de Fotocasa, para las viviendas usadas, y con los del INE, para las nuevas, entonces el valor del patrimonio inflexiona en 2007 y cae ya con fuerza en 2008, manteniendo en los años sucesivos tasas de caída superiores a las que se derivan de aplicar los precios del Ministerio de Fomento. Y, recordemos, las minusvalías del patrimonio en vivienda serían más dramáticas si se valorara a precios de mercado, ya que sin duda observan caídas superiores a las de los anuncios.

La evolución de los activos no financieros de los hogares viene marcada por la de su patrimonio en vivienda, dado el gran peso que la vivienda tiene entre estos activos¹⁴. El Gráfico 6 mues-

¹² INE, *Índice de Precios de la Vivienda* (Base 2007).

¹³ Fotocasa-IESE, *Índice Inmobiliario*, Madrid. (www.fotocasa.es).

¹⁴ Se puede confirmar este punto en el trabajo para la FEF de Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2010) ya citado en la nota nº 9.

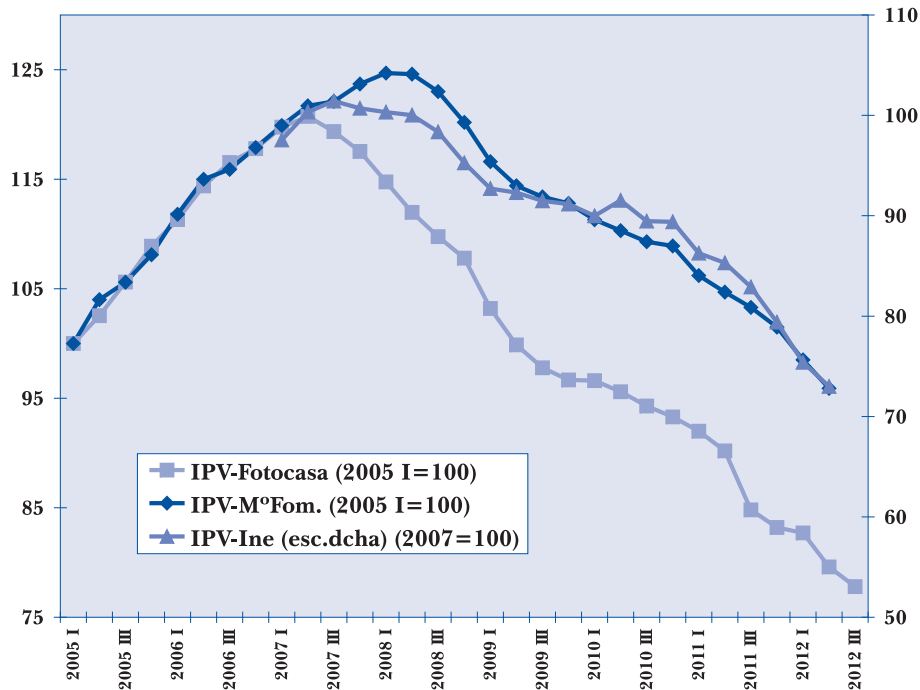


tra que estos activos inician una caída fuerte y continuada desde 2007, así como la caída más moderada que observan los activos financieros, a la vez que los pasivos de los hogares se mantienen, en vez de desinflarse, evidenciando una mayor caída de su patrimonio neto. La comprometida situación patrimonial de los hogares se complementa con la que muestra el creciente peso de los pasivos con relación a su renta disponible. En el Gráfico 7 se constata que, mientras al inicio del pasado boom inmobiliario la deuda de los hogares se situaba bien por debajo de su renta disponible, al final del mismo se acabó situando bien por encima, habida cuenta que el crecimiento de los pasivos superó con creces al de la renta. En este gráfico se aprecia también que, una vez iniciada la crisis se rompe el crecimiento de la deuda, que pasa a estancarse o a mostrar tenues síntomas de caída. Pero el hecho de que la renta disponible pase también a estancarse y a caer, sin que se esperen repun-

tes próximos, señala la dificultad de los hogares para desapalancarse acelerando la devolución de sus préstamos.

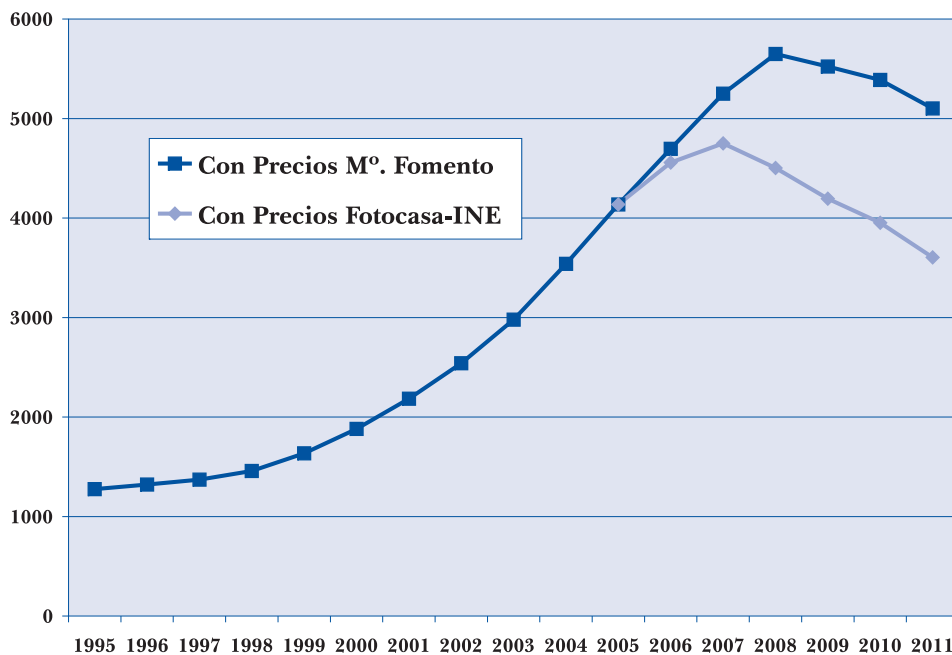
El Cuadro 1 adjunto, subraya que la situación crítica de los hogares se agrava en los escalones más bajos de renta, al resultar en ellos cada vez más gravoso hacer frente al servicio de la deuda. En efecto, según la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España, el 40 % de los hogares endeudados con rentas más bajas, pasó de destinar al servicio de la deuda el 25 % de su renta en 2002, al 33 % en 2008. A la vez que el porcentaje de este grupo de hogares que destinaba más del 40 % de sus ingresos al pago de deudas, subió del 21 % en 2002, al 37 % en 2008. Y cabe esperar que los datos de la EFF de 2011, todavía no publicados, sean aún más dramáticos, al mostrar que el servicio de la deuda reclama cada vez mayores porcentajes de ingresos de los hogares más modestos. Esta situación acentúa los problemas de impago, de ejecución

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LOS DISTINTOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA



Fuente: Actualización de Naredo y Carpintero, Papeles de la FEF, n° 39, 2010.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO EN VIVIENDA CON PRECIOS DEL M^o DE FOMENTO Y PRECIOS DE FOTOCASA (USADAS)-INE (NUEVAS)
(miles de millones de euros)



Fuente: Actualización de Naredo y Carpiñero, Papeles de la FEF, n^o 39, 2010.

de hipotecas y de desahucios, con graves consecuencias económicas, para la banca, y sociales, para los hogares, sobre todo cuando son despojados de sus viviendas habituales. En el período 2007-2011, se desencadenaron 349.438 procedimientos de ejecución hipotecaria¹⁵ y los datos parciales del año en curso muestran que al finalizar 2012 se sobrepasarán ampliamente los 400 mil expedientes de desahucio.

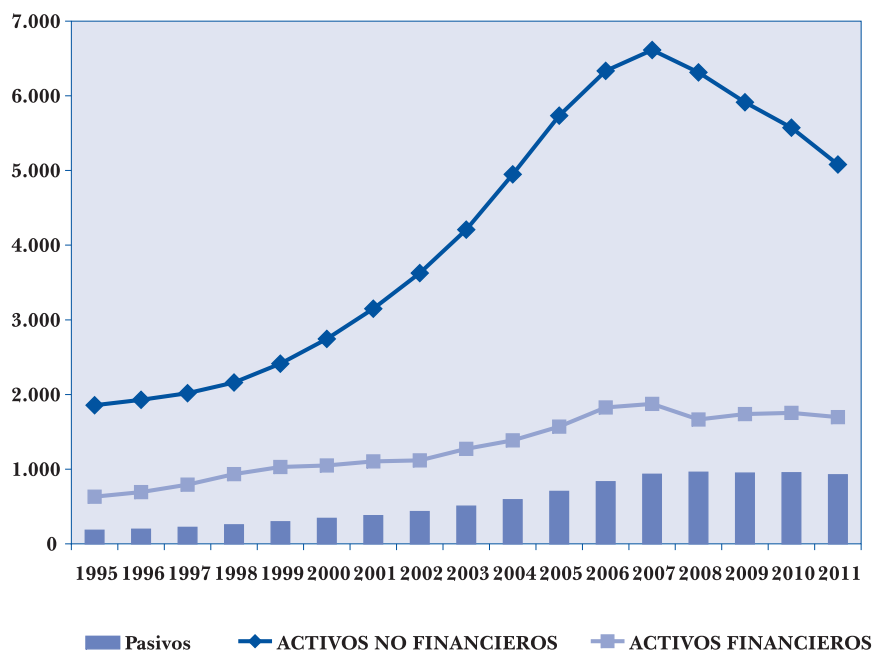
El Gráfico 8 presenta una estimación de la situación de las personas físicas propietarias de bienes inmuebles residenciales según su endeudamiento, elaborada relacionando los datos del Catastro con los de la EFF. La crisis actual abre la brecha entre dos colectivos de personas físicas propietarias de viviendas diferentes: el de los endeudados y el de los que no lo están. Cerca de la mitad

de los propietarios están endeudados y su deuda inmobiliaria explica hoy el 90 % de esta deuda (correspondiendo en un 61 % a financiar su vivienda principal). Después hemos estimado el colectivo de propietarios endeudados con problemas de pagos¹⁶ que se multiplica por seis entre 2002 y 2011, acercándose en este último año a los dos millones de personas. Valga esta estimación para resaltar sobre todo el rápido aumento de este colectivo, que evidencia la dimensión social de una crisis que se agrava cuando la deuda con dificultades de pago afecta a la vivienda habitual y desencadena expedientes de desahucio que atentan directamente contra el derecho a la vivienda enunciado en la propia Constitución.

¹⁵ Colau, A. y Adriá, A. (2012) *Vidas hipotecadas. De la burbuja inmobiliaria al derecho a la vivienda*, Barcelona, Cuadrilátero Libros, p. 231.

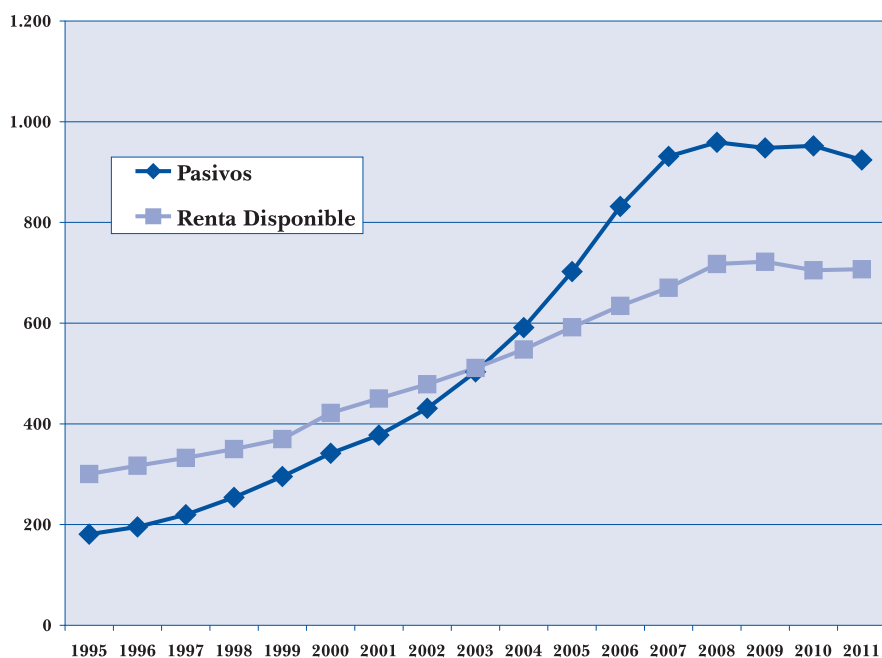
¹⁶ Se ha supuesto que tienen problemas de pago dos tercios de los propietarios que destinan más del 40 % de sus ingresos al servicio de la deuda, que se estima que aumenta del 7 al 17 y al 30 % entre 2002, 2008 y 2011, pasando de 298 mil en 2002, a 1.866 mil en 2011.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS HOGARES
(Millones de euros)



Fuente: Actualización de Naredo, Carpintero y Marcos, FUNCAS, 2007.

GRÁFICO 7. DEUDA Y RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES
(Millones de euros)

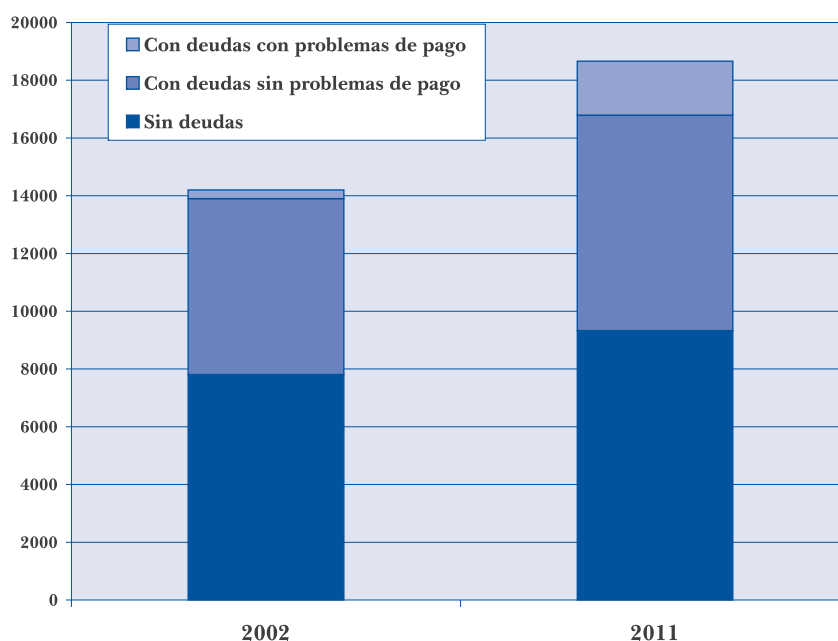


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del B. de E.

**CUADRO 1. PORCENTAJE DE LA RENTA QUE LOS HOGARES ENDEUDADOS DESTINAN A PAGOS POR DEUDAS**

	Ratio (en %) de pago de deudas/renta		% de hogares con Ratio superior al 40 %	
	2002	2008	2002	2008
Total hogares	14	19	7	17
40% con rentas más bajas	25	33	21	37

Fuente: EFF; Banco de España.

GRÁFICO 8. PERSONAS FÍSICAS PROPIETARIAS DE BIENES RESIDENCIALES SEGÚN SU ENDEUDAMIENTO (MILES)

Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro y de la EFF del B. de E.

2. PERSPECTIVAS Y PROPUESTAS

Las perspectivas de desapalancamiento de los agentes económicos analizadas en los informes financieros habituales¹⁷ consideran dos posibili-

dades de reducir el ratio deuda/renta disponible: por aumentos en el denominador o por disminuciones del numerador. En efecto, la deuda de los agentes económicos se hará menos gravosa si se reduce dicha deuda o también si aumenta su renta disponible, ya sea en términos reales o por simple inflación. En un futuro inmediato ambas vías de desapalancamiento resultan poco viables para los hogares españoles. Pues se prevé que la

¹⁷ Véase, por ejemplo, el recuadro 6.1 sobre «El proceso de desapalancamiento del sector privado en España», *Informe anual 2011*, Banco de España, pp. 145-146.



inflación sea baja y que, en vez de aumentar, su renta disponible disminuya, por menores remuneraciones y mayores impuestos. Lo cual dificulta, también, la posibilidad de reducir la deuda anticipando su amortización¹⁸. Sin embargo, la llamada «sequía de créditos», unida las perspectivas inciertas de la crisis, hizo que la contratación de nuevos préstamos cayera por debajo de la amortización de los antiguos, contribuyendo moderadamente a reducir la deuda de los hogares. Pero es la vía económica y socialmente más temida de los impagos, la que tiene más visos de seguir reduciendo con fuerza la deuda de los hogares en el futuro, al hacer que la banca acabe provisionando y eliminando de sus balances un creciente volumen de préstamos fallidos.

Así las cosas, creo que debería ser tarea de nuestros gobernantes aplicar políticas que contribuyan a la vez a sanear la situación económica y a paliar los efectos más negativos de la crisis, y estas políticas existen. Junto a las dos posibilidades de desapalancamiento indicadas existe una tercera salida: la de organizar conjuntamente una *desinversión inmobiliaria* y un *despalancamiento* 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. Esta salida ha sido comúnmente silenciada porque, además de exigir un enfoque transdisciplinar que vincule aspectos inmobiliarios, financieros y sociales, conlleva un cambio del propio modelo inmobiliario, asociado a mentalidades e instituciones que han venido ocupando un lugar central en el juego de intereses económico-políticos durante la fase alcista del ciclo y que sigue en pie por inercia, aunque no sirva ya para resolver los problemas que se plantean en el momento actual.

¹⁸ El desapalancamiento por esta vía se produjo más bien al principio de la crisis, cuando decayeron la inversión en ladrillo y la demanda de créditos, a la vez que aumentaba espectacularmente el ahorro financiero de los hogares. Pero desde finales de 2009, se instaló la espiral depresiva de aumento de impuestos y caída de la renta disponible, del gasto y del ahorro.

Desde hace tiempo he venido reiterando la insostenibilidad y desmesura del pasado *boom* inmobiliario y el progresivo agotamiento del modelo socio-político-institucional que lo sustentaba. A la vez que hice gravitar la ceguera voluntaria de los gobernantes hacia el agotamiento de ese modelo y su tendencia a perpetuarse, en el hecho de que era «un modelo políticamente fácil: tan sólo se necesitaba dejar que prosiguieran las tendencias en curso [durante el auge] y tratar de aprovecharlas participando en el reparto de las plusvalías a base de recaudar impuestos o mediante concesiones varias...Pero [vaticinaba que] la exhausta capacidad de financiación de los hogares, unida al declive demográfico, plantearían al *boom* inmobiliario un techo ineludible que haría declinar las espectaculares tasas de crecimiento, en precios y en cantidad, del parque de viviendas observadas en los últimos años. Y cuando esto ocurra [decía] llegará un momento más propicio para establecer un marco institucional y unas políticas que, a diferencia de los actuales, faciliten el uso eficiente del patrimonio construido en vez de la construcción nueva, apoyen la vivienda como bien de uso y no de inversión, la vivienda en alquiler frente a la vivienda en propiedad, la vivienda social frente a la vivienda libre,... Se trataría de diseñar, como en otra ocasión había propuesto¹⁹, una «estrategia de transición» y un «protocolo de mínimos» que faciliten la necesaria reconversión mental e institucional acorde con los propósitos de *sostenibilidad* y *habitabilidad* tantas veces enunciados en los documentos y directivas de la UE. La verdadera asignatura pendiente [insistía] no pasa por seguir favoreciendo, a toda costa, la expansión de un negocio inmobiliario que se revela sobredimensionado e insostenible, sino por proceder a la cada vez más obligada reconversión de las políticas e instituciones relacionadas con el mismo»²⁰.

¹⁹ Naredo, J.M. (2003) «Instrumentos para paliar la insostenibilidad de los sistemas urbanos», en Arenillas, T. (Coord.), *Ecología y ciudad*, Barcelona, El viejo Topo, pp. 15-58.

²⁰ Naredo, J.M. (2004) «Perspectivas de la vivienda», *Información comercial española*, nº 315, mayo-junio, 2004, p.153.



Tras cinco años de crisis la situación pide a gritos una reconversión del modelo inmobiliario, orientada sobre todo a rebajar el excesivo endeudamiento y a gestionar con más eficiencia el stock inmobiliario. Se habla de la necesidad de acometer todas las reconversiones habidas y por haber, pero se silencia la más importante y la más relacionada con la crisis: la reconversión inmobiliaria. Esperemos que se acabe imponiendo esta evidente necesidad en beneficio de la mayoría, por encima de conflictos políticos e intereses económicos parcelarios. Cuando, además, para orientar y acometer esa reconversión no es necesario descubrir la pólvora, ni hacer la revolución, basta con mirar más allá de los Pirineos y fijarnos en otros países de capitalismo maduro que cuentan con modelos inmobiliarios que permiten una gestión más razonable su patrimonio,... o seguir orientaciones moderadas que figuran en documentos que van desde el *Libro blanco de la sostenibilidad en el planeamiento urbano*, publicado por el antiguo Ministerio de Vivienda en 2010, hasta el *Libro verde del medio ambiente urbano*, 2012, elaborado por la Agencia de Ecología Urbana de Barcelona, con la ayuda del antiguo Ministerio de Medio Ambiente.

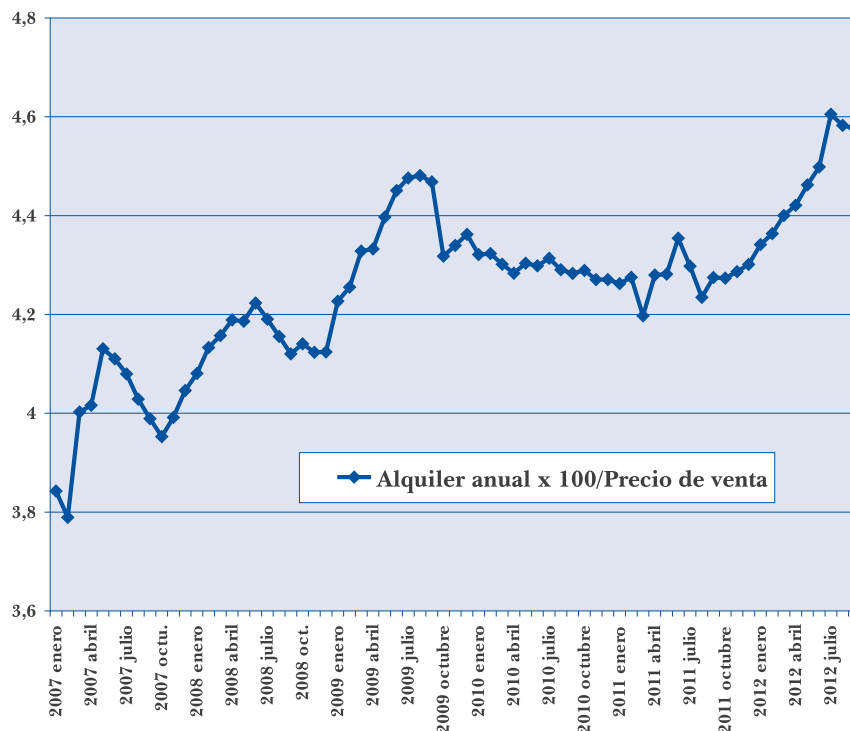
En lo que concierne al tema que nos ocupa, el doble objetivo de utilizar mejor los excesivos stocks inmobiliarios y de reducir las deudas, exige una *reconversión inmobiliaria* orientada a diversificar tanto el panorama inmobiliario como el financiero, rompiendo con el predominio tan absoluto de la vivienda en propiedad. Habría, sobre todo, que establecer un marco institucional favorable a la existencia de entidades mayoristas capaces de financiarse en los mercados, que recojan y gestionen en alquiler buena parte del stock inmobiliario hoy desocupado y/o en venta²¹. Este tipo de enti-

²¹ En este sentido apuntan las modificaciones propuestas en relación con el régimen especial de las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) en el «Proyecto de Ley para dinamizar el Mercado de Alquiler de Viviendas en España», recientemente aprobado, en el Consejo de Ministros del 24 de agosto de 2012. Dichas modificaciones son realizadas con la intención de incentivar la hasta ahora inexistente constitución de estas sociedades, haciéndolas más atractivas para los operadores e inversores

dades, con fuerte presencia en países como Suiza o Alemania, en los que el alquiler es el régimen de tenencia mayoritario de la vivienda, son las que podrían adquirir y dar un uso social y lucrativo al stock inmobiliario infrautilizado y/o con problemas de impago, paliando las necesidades insatisfechas²². Se trataría de diversificar el modelo inmobiliario, aumentando el stock de viviendas en alquiler y reconstruyendo el casi desaparecido stock de vivienda social, a la vez que se resuelve el gravísimo problema de los desahucios que afectan a la vivienda habitual de los hipotecados, velando por el derecho a la vivienda de los ciudadanos reconocido en la Constitución. Y, asociado a esa diversificación inmobiliaria, se diversificaría también el mercado financiero, ofreciendo nuevos productos apoyados en un stock de inmuebles en alquiler capaz de asegurar a largo plazo unas rentabilidades razonables más allá de los avatares bursátiles. Se trataría en suma de planificar simultáneamente una *desinversión* inmobiliaria de familias y empresas (inmobiliarias y financieras) para reducir sus excesivos stocks y paliar sus deudas, propiciando la emergencia de entidades que se hagan cargo de ellos.

inmobiliarios, tanto nacionales como extranjeros. Así, el Proyecto de Ley, además de flexibilizar algunos de los requisitos para la puesta en marcha de este tipo de entidades (SOCIMI) las exime de impuestos (frente a la tributación actual del 19%), en línea con los Real Estate Investment Trusts (conocidos como REITs) existentes en otros países de nuestro entorno. Pero el desarrollo de esta medida será insuficiente, si no va acompañado de otras que inclinen el conjunto del marco institucional en favor de la reconversión inmobiliaria propuesta, tratando de evitar medidas contradictorias con ella, como lo es, por ejemplo, el empeño de desgravar la compra de viviendas.

²² Atendiendo a la experiencia de otros países, este tipo de entidades encargadas de la gestión del parque de viviendas en alquiler, libre o social, podrían tener estatutos bien diversos, siendo públicas, privadas, mixtas o cooperativas, con o sin ánimo de lucro, pero estando sujetas, en cualquier caso, a la regulación de funciones y al régimen económico-tributario específicamente establecido para ellas en la legislación, como ocurre con el ejemplo de los REITs antes mencionado. Para más detalles remito a mi trabajo con Óscar Carpintero, publicado en el volumen nº 39 de Papeles de la Fundación (FEF), en el que se precisaban algo más estos extremos (véase el apartado «4. Las salidas pasan por la diversificación inmobiliaria y financiera», pp. 106-110) y a Naredo, J.M. y Montiel, A. (2011) *El modelo inmobiliario español y su culminación en el caso valenciano*, Barcelona, Icaria, donde de compara con otros modelos inmobiliarios.

GRÁFICO 9. PORCENTAJE DE RENTABILIDAD ANUAL DEL ALQUILER RESPECTO AL PRECIO DE VENTA DE LA VIVIENDA

Fuente: Elaboración propia con datos de FOTOCASA.

El Gráfico 9 pone de manifiesto que al desvanecerse e invertirse la trepidante revalorización inmobiliaria observada durante el auge, mejoraron las perspectivas del alquiler. Al comparar, con datos de Fotocasa²³, el alquiler anual con el precio de venta se observan rentabilidades del alquiler crecientes que alcanzan el 4,6 %, ofreciendo un margen que justificaría la actividad de entidades mayoristas en este campo, habida cuenta la gran seguridad de este tipo de inver-

siones. Sin embargo, además de contar con un marco institucional propicio, su desarrollo exigiría disponer de informaciones solventes sobre los precios y la composición del stock inmobiliario que, como se ha indicado, son bastante deficientes. La puesta en marcha de la reconversión propuesta contribuiría a clarificar ambos extremos.

En lo referente a los precios, la cotización en los mercados financieros de las nuevas entidades mayoristas de alquiler, aportaría la prueba del nueve sobre la solvencia de las valoraciones inmobiliarias al uso. Sin perjuicio de lo ya dicho sobre la conveniencia de mejorar la información sobre los precios inmobiliarios elaborando estadísticas más fiables y completas,... o generalizando e impulsando la transparencia del sistema de subastas, la cotización en los mercados financieros de las entidades mayoristas antes mencionadas, clarificaría por fin el confuso panorama

²³ En desinterés por el alquiler del modelo inmobiliario imperante es tal que no hay ningún índice oficial de precios del alquiler: solo existe el precio de los anuncios de alquiler de FOTOCASA. Pues hay que advertir los alquileres recogidos por el INE para construir el apartado Vivienda del Índice de Precios al Consumo, se actualizan y evolucionan más o menos de acuerdo con este índice, al referirse al panel de hogares que colabora periódicamente en la elaboración del mismo y no a los alquileres nuevos, que son los que vienen acusando caídas significativas durante la crisis (recogidas por el índice de FOTOCASA).



actual, sentando una base firme para orientar la toma de decisiones inversoras en este campo.

El buen conocimiento de la composición del stock inmobiliario, de su ubicación geográfica, de la naturaleza de sus propietarios,...así como de las necesidades que podría cubrir, son fundamentales para propiciar la *desinversión inmobiliaria* y el *desapalancamiento* propuestos. Pues la clave del éxito pasa por facilitar la función intermediadora entre los propietarios endeudados o necesitados de liquidez y las necesidades de inmuebles y viviendas, permitiendo que el uso más eficiente del stock rentabilice el esfuerzo de inversión en este campo. Las nuevas entidades mayoristas que intervengan en el mercado de alquiler, libre y social, deberían de facilitar esa labor de intermediación. Para ello se ha de contar con un marco institucional adecuado, que prevea, además, un tratamiento diferenciado atendiendo a la naturaleza y situación de los propietarios de inmuebles candidatos a la *desinversión* y el *desapalancamiento*. Por ejemplo, entre las personas físicas propietarias de viviendas, con deudas hipotecarias y dificultades de pago, hay que diferenciar aquellas que disponen solo de la vivienda principal, de las que cuentan con varias viviendas, como inversión suntuaria y/o especulativa más o menos encubierta²⁴. La situación actual del mercado inmobiliario hace que estas últimas se enfrenten a problemas de iliquidez o de fuertes minusvalías que frenan su posible desinversión y desapalancamiento. Para ellas podría ser una solución ceder la propiedad o la gestión de algunas de sus viviendas a sociedades mayoristas especializadas en alquilarlas. Como también estarían interesadas en que se facilitara la

²⁴ La EFF refleja una concentración más moderada en la propiedad de la vivienda de las personas físicas, que en la propiedad de los activos financieros (en parte, porque los más ricos suelen tener sus inmuebles a nombre de sociedades). La información catastral permite conocer el número de recibos de inmuebles que concentra un mismo titular. Así, pudimos analizar que, en 1992, el 3,4 % de los personas físicas titulares de bienes urbanos contaba con 5 o más recibos y concentraba cerca del 20 % del valor (Gómez de Enterría, P. y Naredo, J.M. (1996) «Composición y distribución del patrimonio inmobiliario urbano», en VVAA (1996) *La desigualdad de recursos*, Madrid, Fundación Argentea&Visor Distrib., pp. 215-255).

generalización y transparencia del régimen de subastas inmobiliarias, para agilizar el mercado de compra-venta. El principal problema surge en el caso de las personas endeudadas y con dificultades de pago que solo disponen de su vivienda habitual, sobre la que se cierne la amenaza del desahucio. Este grave problema humanitario encontraría solución facilitando la dación en pago y transfiriendo la vivienda a entidades de vivienda social que mantengan en su domicilio al antiguo propietario, ahora como inquilino, con el compromiso de pagar un alquiler moderado acorde con sus ingresos²⁵. El hecho de que sea la banca –receptora de importantes ayudas financieras estatales– la que se enfrenta al problema de los desahucios, podría facilitar esta operación orientada a reducir, a la vez, su deuda con el Estado y su activo inmobiliario, cediendo el inmueble objeto del crédito fallido a una entidad de vivienda social. Se trataría, en suma, de facilitar una reducción de su balance al recortar, a la vez, sus deudas y sus activos inmobiliarios.

El hecho de que en los últimos años haya ganado peso la parte del stock de vivienda que está en manos de entidades inmobiliarias y financieras, hace que ocupen un lugar importante en la reconversión propuesta. El Gráfico 10 muestra que más de la mitad de los dos millones del stock de viviendas que se mantienen en venta o en construcción se encuentran en manos de este tipo de entidades. Y el Gráfico 11 confirma la creciente importancia que han venido adquiriendo las inscripciones catastrales a nombre de personas jurídicas. Lo cual ha llegado a modificar el panorama de la propiedad de inmuebles residenciales. Los gráficos 12 y 13 presentan este panorama en 1992 y en 2011, mostrando que se ha duplicado el porcentaje de los titulares que son personas jurídicas (distintas de las entidades públicas) pasan-

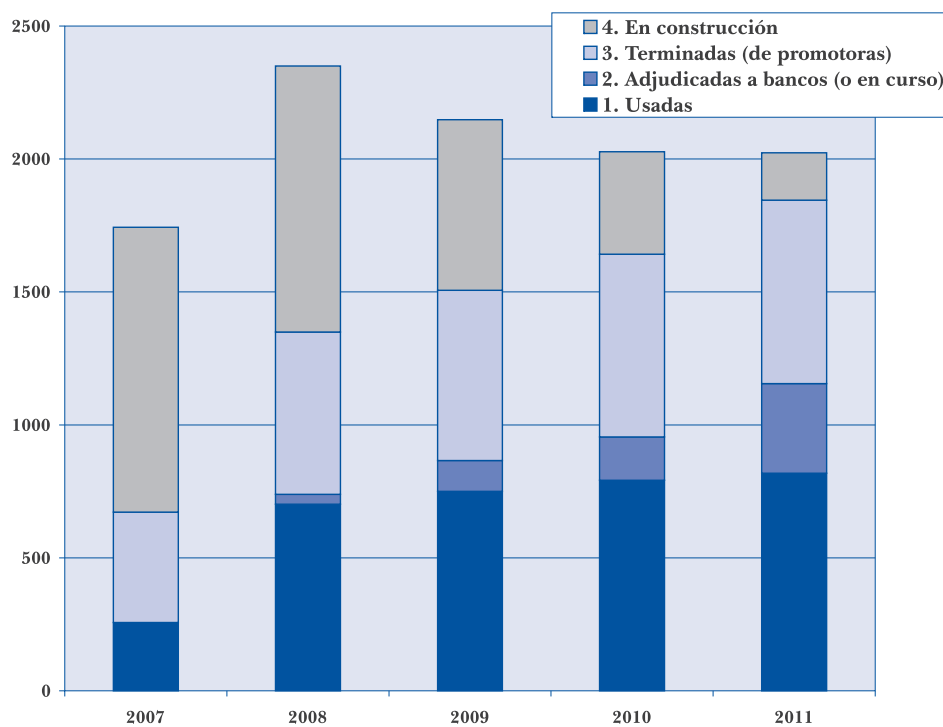
²⁵ Algunas entidades financieras han llegado de motu propio a soluciones de este tipo, acordando con el propietario hipotecado la dación en pago y su permanencia en la vivienda como inquilino con el pago de una renta moderada, en vez de forzar judicialmente su desalojo y su persecución como deudor.



do del 4 al 8 % y controlando un porcentaje de valor muy superior. De esta manera, aunque el peso de las personas físicas siga siendo bien mayoritario entre los propietarios de bienes inmuebles residenciales, las operaciones de *desinversión* y *desapalancamiento* propuestas

deben de abordarse simultáneamente para hogares y empresas financieras e inmobiliarias. Con todos ellos han de trabajar las nuevas entidades mayoristas de alquiler para redondear y rentabilizar el patrimonio inmobiliario objeto de su gestión.

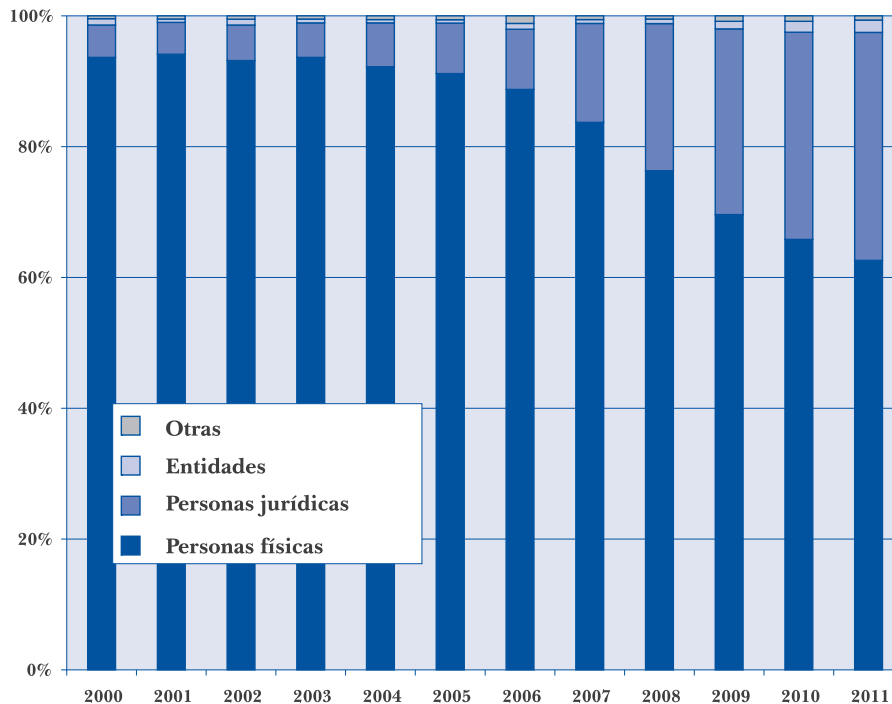
GRÁFICO 10. STOCK DE VIVIENDAS EN VENTA O EN CONSTRUCCIÓN (MILES)



Fuente: RR Acuña & Asociados.

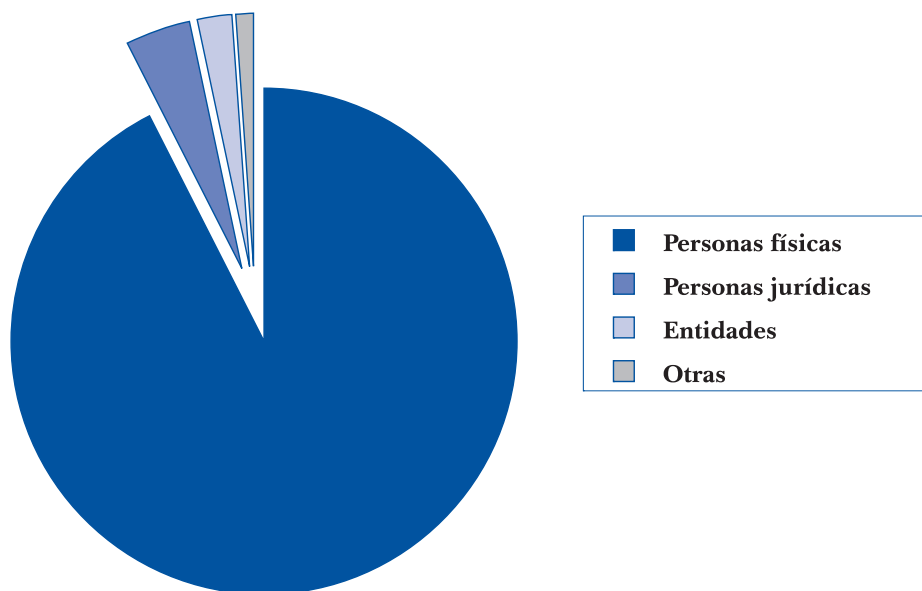


GRÁFICO 11. INSCRIPCIONES CATASTRALES DE BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES POR TITULARES

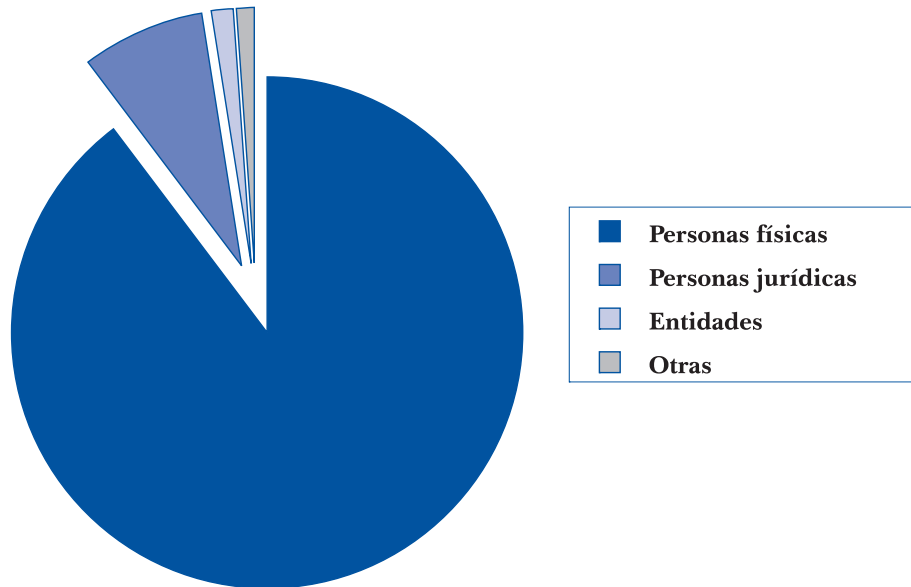


Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

GRÁFICO 12. TITULARIDAD EN 1992 DE LOS BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES



Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

GRÁFICO 13. TITULARIDAD EN 2011 DE LOS BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES

Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

3. CONCLUSIONES

De lo anterior se concluye que, con su desmesurada dimensión, la reciente burbuja inmobiliario-constructiva pasará a la historia como un episodio singular e irrepetible. Que el modelo inmobiliario que la propició está agotado y reclama su reconversión, para resolver los problemas actuales, a saber: un *stock inmobiliario sobredimensionado e ineficientemente utilizado* y un *excesivo endeudamiento y/o falta de liquidez* de hogares y empresas, junto a *necesidades de vivienda insatisfechas*. Que la solución de los problemas de endeudamiento y vivienda de los hogares debe buscarse conjuntamente con la solución de los problemas de la banca y las empresas inmobiliarias. Y que estas soluciones exigen la entrada de nuevos actores en el monocorde escenario inmo-

biliario: la entrada de entidades mayoristas del alquiler, libre y social, que facilite la *desinversión y el desapalancamiento inmobiliarios* propuestos, diversificando tanto el panorama inmobiliario, como el financiero. Tras cinco años de crisis y dejación inmobiliaria, ya va siendo hora de que se hable de la necesidad de acometer una *reconversión inmobiliaria* que ayude a solucionar conjuntamente los principales problemas arriba indicados, como tarea prioritaria para reconducir razonablemente la precaria situación actual. La constitución del «banco malo», ya mencionado, para recoger los excesivos e improductivos stocks inmobiliarios de las entidades financieras y empresas asociadas, hace todavía más urgente y oportuno avanzar hacia una solución como la indicada.



UN AHORRO FAMILIAR SANO PARA LA ECONOMÍA Y PARA LOS PROPIOS HOGARES

**Blas Calzada Terrados, Presidente del Comité Asesor Técnico de los Índices IBEX.
Domingo J. García Coto, Director del Servicio de Estudios de BME**

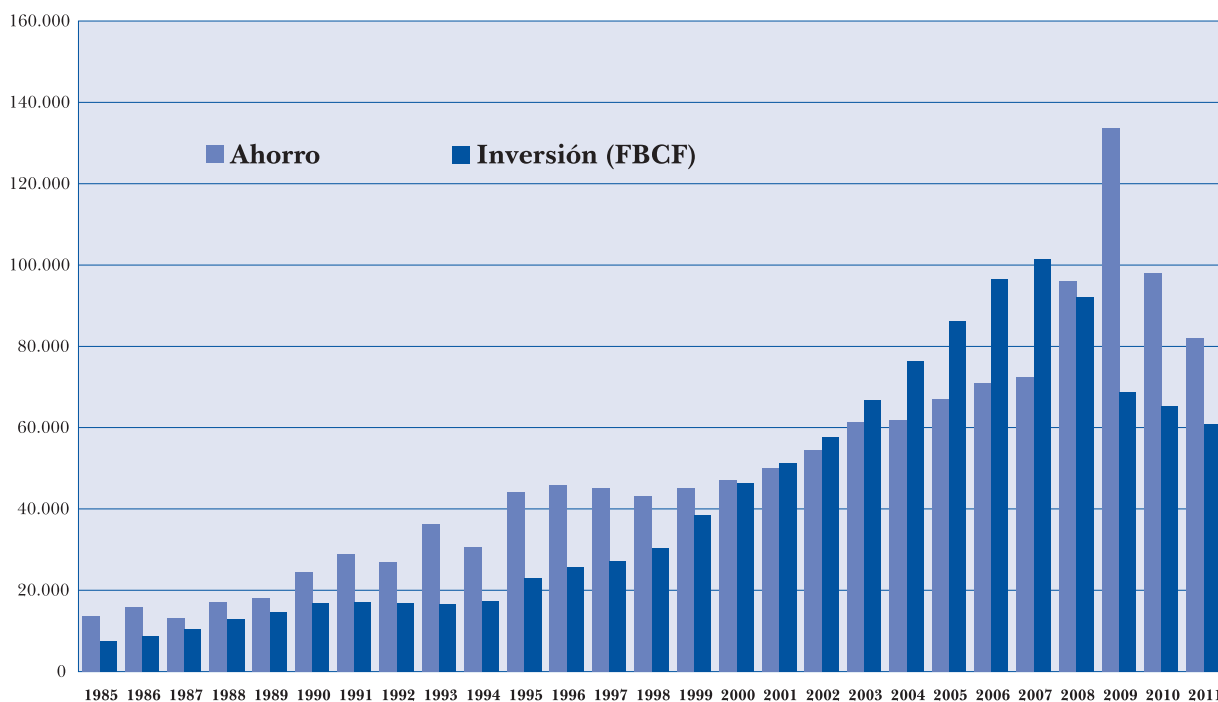
Las decisiones financieras familiares tienen una importancia capital para la financiación de una economía. En España, la situación patrimonial y financiera de las familias españolas se encuentra intensamente condicionada por el efecto combinado de lo sucedido en los años anteriores a 2007 y los efectos de la crisis financiera y económica que se dejó sentir a partir de entonces con gran intensidad en algunos países del área euro y especialmente en España a partir de 2010. Es un escenario complejo que va a continuar bastante más allá de 2012 y deben sentarse las bases de un ahorro familiar sano para la economía y para los propios hogares.

LA IMPORTANCIA DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS PARA LA ECONOMÍA

Desde el punto de vista del conjunto de la economía la diferencia entre la renta disponible (a

grandes rasgos los ingresos) y el consumo del conjunto de los hogares o familias (y por tanto de cada hogar en particular) tiene una enorme importancia para la financiación de lo que denominamos «sectores institucionales» de la economía: empresas no financieras, entidades financieras y administraciones públicas. Los hogares o familias obtienen su ahorro bruto por diferencia entre su renta disponible y su consumo. Una parte de su ahorro bruto se destina a inversión en viviendas nuevas y el ahorro «sobrante» es su capacidad de financiación que puede ser utilizada por los citados «sectores institucionales» de la economía que necesitan financiación (ver Gráfico 1). Esos sectores también ingresan, gastan en consumo, ahorran y gastan en bienes de inversión pero en ocasiones, muchas, su ahorro no es suficiente para cubrir el gasto de inversión que llevan a cabo.

GRÁFICO 1. UNA PERSPECTIVA LARGA DEL AHORRO E INVERSIÓN (FBCF) DE LOS HOGARES E ISFLSH. ESPAÑA 1985-2011 (Millones de euros)

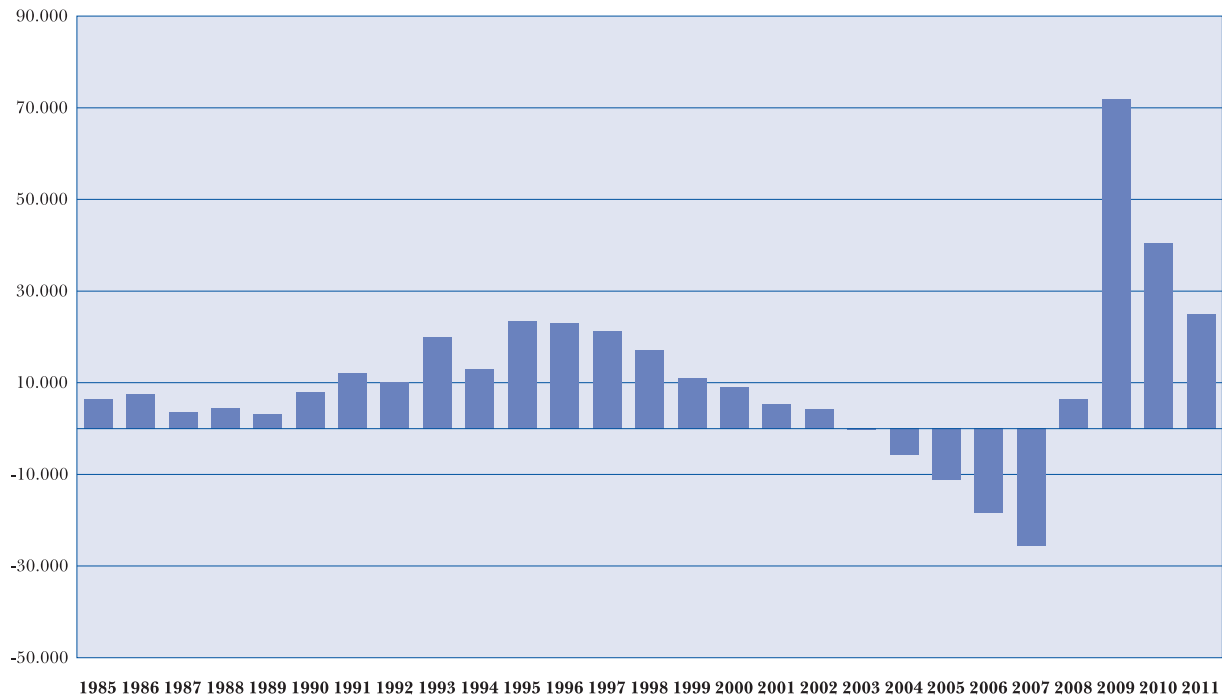


Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España.

Cuando el ahorro generado por los sectores interiores no es suficiente para cubrir la inversión total de un país, se tiene que acudir al ahorro exterior y el país se endeuda. Por el contrario si la inversión es inferior al ahorro interior se adquieren activos financieros en el exterior (acciones de empresas extranjeras, préstamos bancarios al exterior, etc...). La economía en su conjunto tiene capacidad de financiación en este último caso y necesidad de financiación en el anterior. 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.

En una economía desarrollada normalmente tiene capacidad de financiación el sector de las familias y casi siempre una parte del sector empresas: las entidades financieras. Tomando el ejemplo de la economía española a partir de 1985, el sector de los hogares o familias españolas en términos agregados posee habitualmente una capacidad consistente de generar volúmenes de ahorro bruto superiores a su inversión formación bruta de capital. Por ejemplo, remontándonos al período entre 1991 y 1997 los hogares generaron un volumen de ahorro superior al 40% del volumen total de ahorro bruto de la economía española (ver Gráfico 2).

**GRÁFICO 2. UNA PERSPECTIVA LARGA DE LA CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES O FAMILIAS ESPAÑOLAS. (1985-2011) (Millones de euros)**

Fuente: Banco de España.

EL FLUJO DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS HACIA LA ECONOMÍA

Es importante también entender los modos a través de los cuales el ahorro de los hogares fluye hacia la economía y a la vez se transforma en patrimonio. Se puede clasificar en varios apartados que son útiles para la reflexión.

Existe un ahorro transformado en inversión inmobiliaria de uso, es decir, viviendas habituales o de recreo, y también ahorro transformado en simple inversión inmobiliaria patrimonial, para alquiler o no. Pero también hay una inversión inmobiliaria que es un activo para una actividad económica que es difícil de separar de la inversión de uso, sobre todo en las actividades del sector primario. Nos referimos por ejemplo a los agricultores y ganaderos.

Es clásico el ahorro transformado en patrimonio o activos financieros. El dinero en efectivo,

billetes y monedas, desde siempre ha sido signo de ahorro. En siglos recientes se añadieron al ahorro transformado en activos financieros los depósitos bancarios a la vista y las cartillas de ahorro. Desde hace unas décadas se han popularizado los fondos de inversión y de pensiones y las acciones cotizadas. Todas estas partidas se consideran sin ninguna dificultad ahorro transformado en activos financieros.

Las acciones de empresas no cotizadas, las participaciones en cooperativas o los activos de los autónomos siempre han sido más difíciles de clasificar porque también son más difíciles de evaluar. Sea cualesquiera su dificultad de evaluación, forman parte del patrimonio financiero de las familias.

De la clasificación que estamos haciendo se deduce fácilmente que consideramos ahorro no solo las partes más obvias como el ahorro financiero, sino también aquellos activos de las fami-

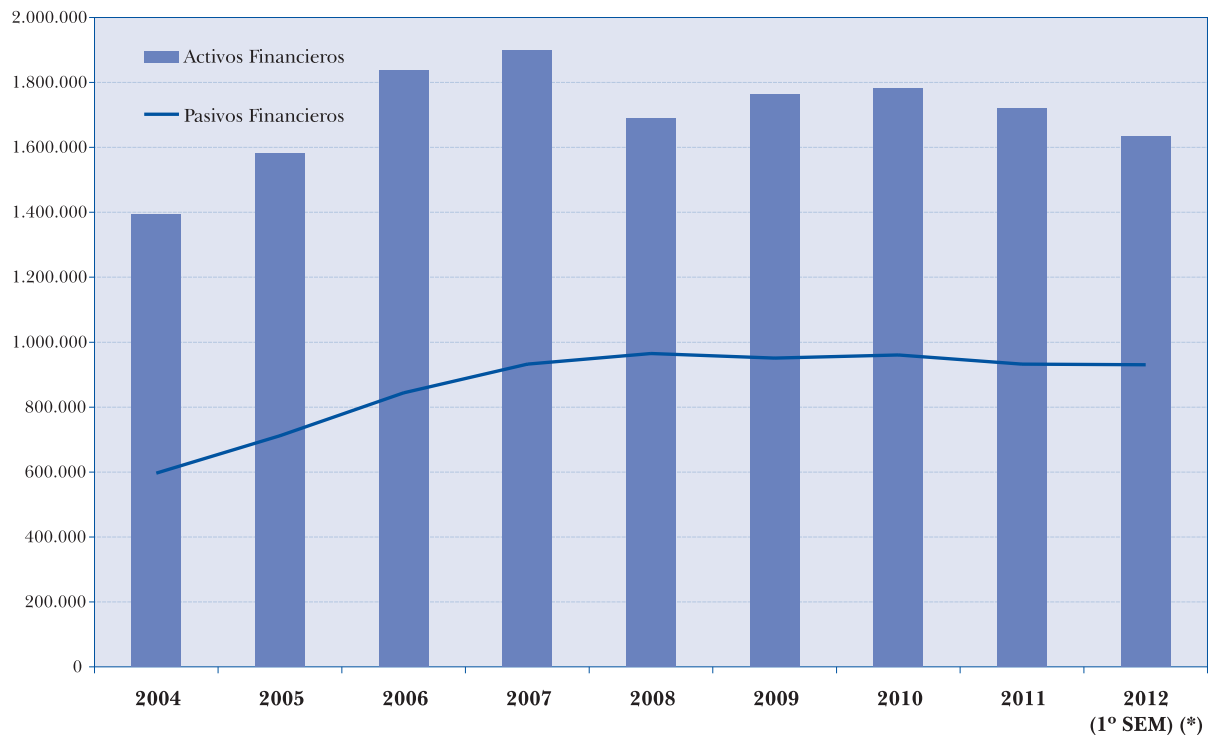


lias que son susceptibles de generar ingresos, evitar gastos o proporcionar disfrute a las familias. Unos son activos financieros y otros activos reales cuyo valor en dinero puede variar por plusvalías o minusvalías que, en principio, no pasan por la renta de las familias hasta que una u otra se realizan. Esta circunstancia tiene importancia, no solo al evaluar el ahorro, sino a la hora de que las familias se sientan más o menos ricas, lo que los economistas llaman «efecto riqueza».

La adquisición de ciertos bienes de valor unitario elevado, como las viviendas o los bienes de producción, se pueden aplazar en el tiempo

pidiendo créditos que se pagan en varios años que pueden ser décadas en muchos casos. Por causa de estas deudas y también por las que se deben a gastos de consumo, la cuenta integrada de todas las familias de un país tiene un pasivo bastante importante en muchos casos. La diferencia entre el activo y pasivo de esta cuenta es básica para analizar la dimensión del ahorro de las familias en una economía (ver Gráfico 3). Naturalmente el que exista un pasivo del conjunto de las familias no significa que todas tengan una deuda como la media sino que algunas están bastante o muy endeudadas, y otras no tienen ninguna deuda.

GRÁFICO 3. VALOR TOTAL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES e ISFLSH ESPAÑA 2004-2012 (1º Sem). (Millones de euros)



Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España. (*) Posición al cierre del 1º semestre.



UN AHORRO SANO PARA LOS HOGARES

Desde un punto de vista microeconómico un ahorro sano tiene que tener las características que aseguren que los ahorradores van a obtener rendimientos razonables de él. Sus colocaciones financieras deben rentar lo razonable y sus inversiones en activos inmobiliarios deben tener alguna plusvalía a largo plazo y ofrecer el valor de uso que les es propio. Una medida a largo plazo de su bondad es que crezca como el PIB de su país en términos corrientes, es decir, incluyendo inflación y crecimiento en términos reales. Como hay activos en que el ahorro se ha convertido en inversión, es el caso de la compra de acciones y de viviendas y otros activos inmobiliarios, la rentabilidad a largo plazo depende del precio de esos activos al fin del periodo. Hay que advertir que en el caso de que se utilice la vivienda adquirida para habitar en ella, el valor de uso no se modifica por una mayor o menor plusvalía o minusvalía.

De este sucinto análisis se infiere que un ahorro productivo tiene más probabilidades de lograrse cuanto más razonable sea su distribución, es decir, cuanto más razonablemente esté diversificado. Una vez más el excesivo riesgo puede alcanzar tanto resultados muy positivos como resultados muy negativos. Si solo se dedica el ahorro a colocaciones a tipo de interés con poco o ningún riesgo es muy probable que los ahorros no crezcan como el PIB y por tanto valdrán menos de lo que otras utilizaciones del ahorro. Si solo se invierte en activos de mayor riesgo, es probable que a largo plazo crezcan como el PIB o por encima pero pueden tener periodos de bajo, nulo e incluso negativo aumento de su valor. Si se dedican a inversiones inmobiliarias que no sea el puro uso de la vivienda el riesgo podría ser similar al de las acciones.

Es razonable pensar que la elección adecuada para obtener un buen rendimiento del ahorro

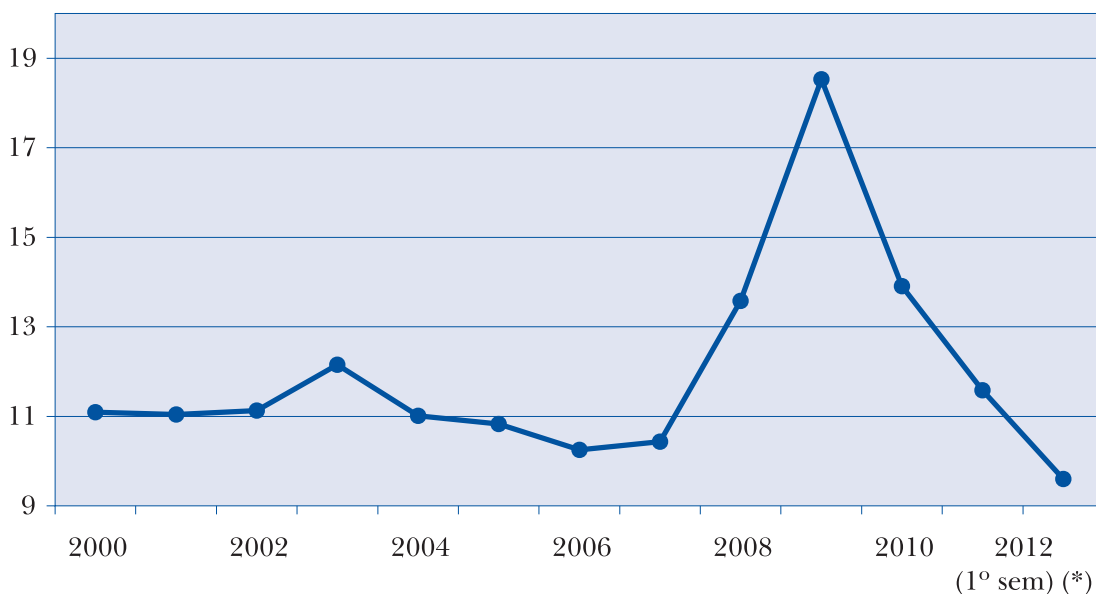
tiene que ver con el plazo al que se proyecta el rendimiento. Tradicionalmente se distingue el ahorro por su finalidad: ahorro por motivo de precaución y ahorro finalista. Un ahorrador prudente dedicará una parte de su posibilidad de ahorrar al motivo de precaución, para el que probablemente querrá que esté disponible en todo momento, es decir, en depósitos a la vista o a un plazo corto. En cambio, el ahorro finalista cuyo motivo principal es la cobertura de las necesidades financieras durante la vejez, necesita una distribución que procure obtener el máximo de rentabilidad a largo plazo. En principio, esta es la filosofía de los fondos de pensiones que deberían invertir en acciones cuando la pensión está aún lejana e ir disminuyendo el riesgo a medida que se acerca la hora de la jubilación. Cuando hablamos de planificar la pensión, no significa obligatoriamente que se utilicen los que ofrecen las gestoras, sino que se puede planificar de manera individual utilizando distintos tipos de productos. Y en esta planificación individual es importante la adquisición de una vivienda, especialmente como bien de uso, sin descartar tampoco la inversión razonable en activos inmobiliarios con el objetivo de obtener plusvalías a largo plazo.

Como puede deducirse de la anterior reflexión una política bien elegida por los ahorradores individuales contribuye a la consecución de un ahorro sano, no solo en el plano microeconómico sino también para el conjunto de la economía.

AÑOS DIFÍCILES PARA EL AHORRO FAMILIAR

Desde el inicio del nuevo siglo, los ahorros y las finanzas de las familias españolas han experimentado prácticamente todas las situaciones posibles, malas y buenas (ver Gráfico 4).

GRÁFICO 4. TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH. ESPAÑA 2000-2012 (1º SEM)
En % sobre la renta disponible



Fuente: INE. (*) Período de 12 meses hasta el primer semestre 2012.

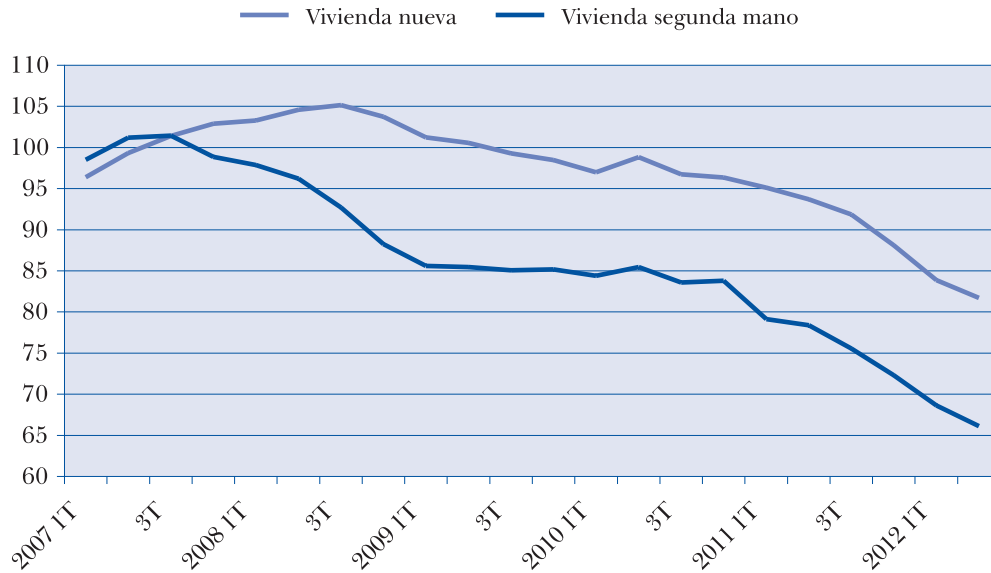
La tasa de ahorro de los hogares sobre su renta disponible se mantuvo entre 2000 y 2007 con algunos vaivenes entre el 10 y 12%. El estallido de la crisis financiera provocó casi desde el principio una reacción por parte de las familias españolas que sorprendió tanto por su rapidez como por su intensidad. Hasta 2007 España fue el país con la tasa de ahorro familiar más baja de los países grandes de la zona euro (2). En concreto, entre cuatro y seis puntos porcentuales por debajo de los datos observados en países como Alemania, Francia o Italia. Esta situación dio un vuelco notable cuando, en 2008, la propagación de los problemas financieros a la economía real se hizo más evidente y se produjo un cambio de percepción y sobre todo de expectativas de los hogares con una ruptura drástica de las tendencias vigentes. En 2008, la tasa de ahorro familiar se disparó hasta una zona próxima al 15% sobre la renta disponible y continuó repuntando hasta niveles superiores al 18,1% en 2009, con lo que pasó a convertirse en la más alta entre los principales países de la zona euro.

Entre las razones para explicar los drásticos cambios de la tasa de ahorro de las familias españolas está el cambio en la percepción de la situación económica por parte de los hogares, pero también un «efecto riqueza» negativo de gran intensidad. Entre finales de 2007 y finales de 2008, el valor del patrimonio financiero o los activos financieros en manos de las familias españolas pasan de 1,90 billones de euros a 1,69 billones, es decir se redujo un 11% en solo un año.

A la caída del valor de los activos financieros se sumó la ruptura de la tendencia alcista de los precios de la vivienda, ya perceptible en 2008, y el cambio, radical, de expectativas sobre los precios inmobiliarios que incidía directamente sobre el activo mayoritario en el patrimonio de las familias españolas. Tras haber alcanzado máximos en 2007, los precios de la vivienda usada ya experimentaban a finales de 2008 una caída del 13% de acuerdo con el índice de precios del INE de la vivienda de segunda mano (ver Gráfico 5).



GRÁFICO 5. ÍNDICE DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (IPV). 2007-2012 (2º Trimestre) (*)
Base 100 2007



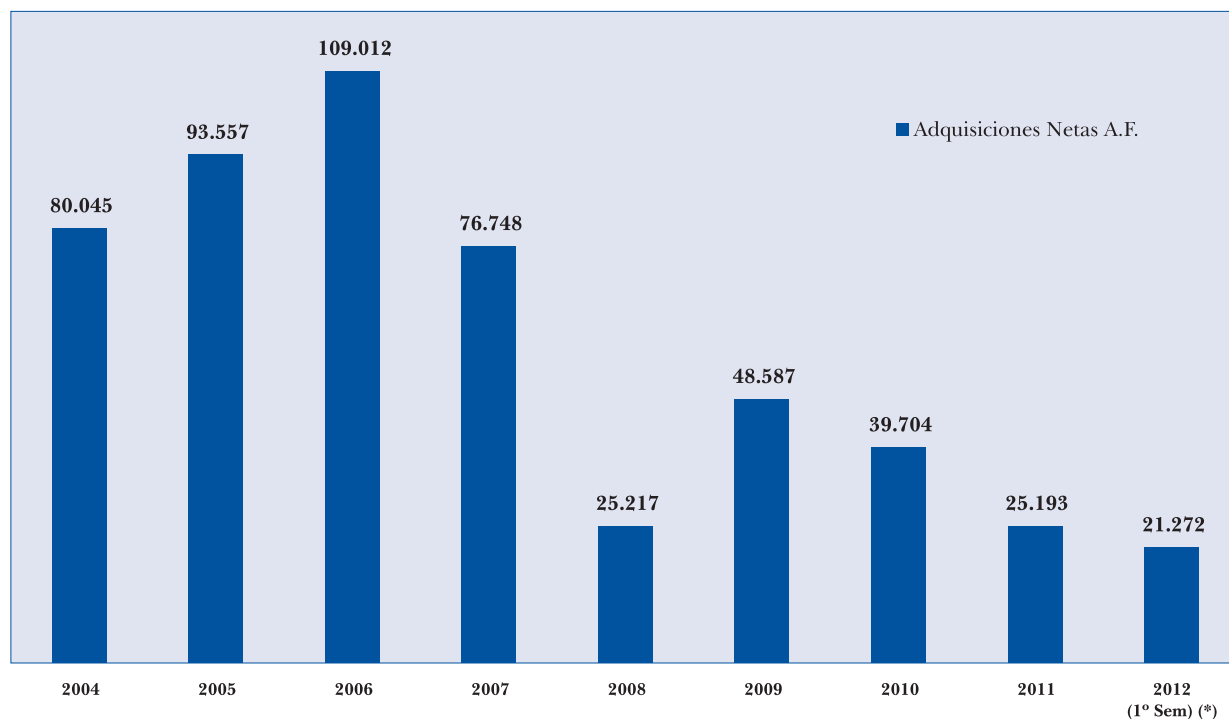
Fuente: INE. (*) Último dato correspondiente al cierre del 2º semestre 2012.

Se confirmaba así no sólo el comportamiento cíclico que acompaña a los hábitos financieros de las familias (la tasa de ahorro familiar cae durante las fases cíclicas de expansión y se recupera en las recesiones (3)), sino también el impacto en el ahorro de los cambios en la riqueza.

La combinación de ahorro creciente y reducción de la inversión (FBC) da lugar a un

incremento de la capacidad de financiación del sector de las familias que se sustancia en importantes adquisiciones de activos financieros sin aumento del endeudamiento. En 2009 se producen adquisiciones netas de activos financieros por valor de 48.000 millones y casi 34.600 millones en 2010 (ver Gráfico 6).

GRÁFICO 6. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES E ISFLSH. (España 2004-2012 (1º Semestre)). Millones de Euros



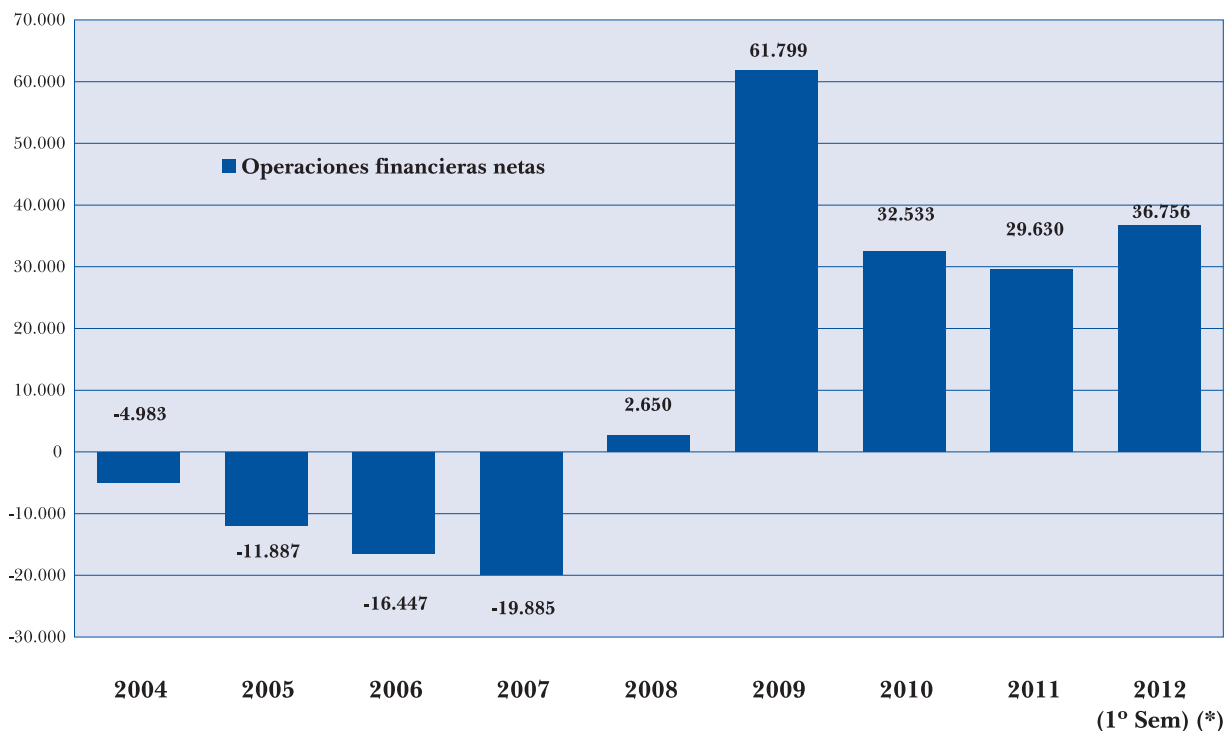
Fuente: Banco de España. (*) Para 2012, datos de 12 meses hasta el primer semestre.

Como consecuencia de la combinación del deterioro de las expectativas sobre la economía y el sector inmobiliario y el endurecimiento de las condiciones y el acceso a la financiación hipotecaria, otro fenómeno relevante que acompañó el alza del ahorro en 2008 y 2009 fue la reducción de la inversión en capital fijo (formación bruta de capital (FBCF) de los hogares o familias se materializa en vivienda). Esta reducción de la inversión (fundamentalmente en vivienda nueva) por parte de las familias no empieza a manifestarse con intensidad hasta el año 2009, año en el cual se reduce hasta 68.000 millones desde los 101.000 millones de 2007 o los 92.000 del año 2008. El aumento del ahorro y la reducción de la inversión consiguen que el sector familias vuelva a tener «capacidad de financiación» en 2008, rompiendo así cinco años (2003 - 2007) de comportamiento atípico en los cuales las familias españolas tuvieron «necesidad de financiación» (ver Gráfico 1).

Ese punto de inflexión, 2008, refleja también el momento en el cual las familias comienzan a prestar atención a su balance financiero. Las operaciones financieras netas de los hogares, es decir la diferencia entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos se hace positiva tras cuatro años (2004 - 2007) de registros negativos. El año 2008 supone la ruptura de un modelo bien descrito por Naredo (4), «la preferencia por la inversión en ladrillo de los hogares fue recortando su inversión financiera neta hasta el punto de hacer negativas sus operaciones de financiación entre los años 2004 y 2007. En vez de aportar recursos financieros adicionales al sistema financiero, demandan del mismo una financiación adicional nada despreciable». Entre 2008 y 2011 las familias comienzan a ser proactivas en la reparación de su balance financiero consiguiendo un saldo positivo entre operaciones de activo y operaciones de pasivo (ver Gráfico 7).



GRÁFICO 7. OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH.
(España 2004-2012 (1º Semestre)) Millones de Euros

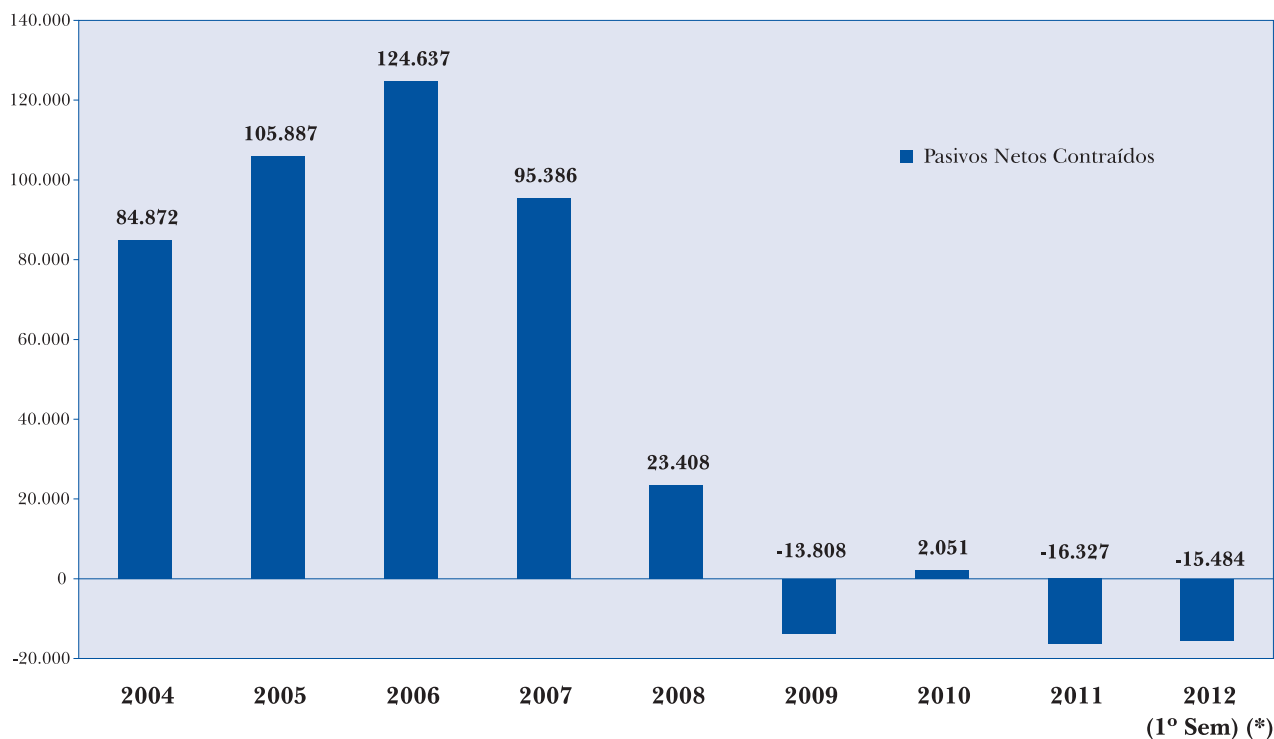


Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España. (*) Para 2012 datos de 12 meses hasta el primer semestre.

Dentro de ese intento de reparación de balance, es reseñable el cambio de escenario sufrido por la economía española en su conjunto y por los hogares españoles en particular: en el año 2006 los hogares contrajeron pasivos nuevos (se endeudaron) por valor de 127.000 millones de euros. Seis años después, en 2011, los hogares se

deshicieron de pasivos por valor de casi 16.400 millones de euros concentrados sobre todo en préstamos a largo plazo. En los 12 meses que van hasta el primer semestre de 2012 se han deshecho de pasivos por valor de 15.500 millones (ver Gráfico 8).

GRÁFICO 8. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS POR LOS HOGARES E ISFLSH.
(España 2004-2012 (1º Semestre)). Millones de Euros



Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España. (*) Para 2012, datos de 12 meses hasta el primer semestre.

AÑOS DE CAMBIO EN EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

El efecto de todas las operaciones financieras anuales de los hogares relacionadas con activos y pasivos financieros y las depreciaciones y apreciaciones de los mismos se sustancian finalmente en el balance financiero de los hogares cuya evolución anual durante los últimos años revisamos a continuación. De acuerdo con las estimaciones recogidas en las cuentas financieras de la economía española, los activos financieros de las familias españolas alcanzaban al cierre del año 2007 un valor máximo histórico de 1,90 billones de euros tras una etapa de fuerte crecimiento. Solo entre 2004 y 2007, el aumento en términos absolutos alcanzó los 506.000 millones de euros, cifra cercana al valor de la renta disponible bruta de

las familias españolas en 2004, lo que da una idea del importante aumento de la riqueza financiera en los tres años anteriores al inicio de la crisis financiera. Por su parte, los pasivos financieros (el endeudamiento de los hogares) se situaba en 932.650 millones de euros y el saldo de activos financieros netos (diferencia entre activos y pasivos financieros) rondaba los 965.000 millones de euros. Entre 2004 y 2007, el aumento del pasivo fue superior a los 330.000 millones de euros, muy elevado en términos relativos (+56%) pero inferior en términos absolutos al aumento del valor de los activos financieros (ver Gráfico 3).

En ese momento (2007) la estructura de la cartera de Activos Financieros de las familias españolas estaba compuesta por un 34% de efectivo y depósitos, un 3% de valores de renta fija, un 10% en participaciones en fondos de inver-



sión, un 14% de reservas de seguros y fondos de pensiones, un 38% en acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones en empresas y algo más de un 3% en cuentas pendientes de cobro.

El año 2008 abrió un periodo terrible para la economía mundial y especialmente para las economías de los países desarrollados. La crisis originada en el mercado inmobiliario norteamericano en 2007 y su derivación a los mercados financieros a partir de las hipotecas denominadas «subprime», se fue contagiando a todo tipo de activos financieros generando una gran desconfianza entre los agentes económicos. Prácticamente todos los mercados financieros, monetarios, crediticios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se vieron sometidos a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes generando enorme incertidumbre y dando lugar a una crisis económica global de enorme magnitud.

Los efectos y expectativas negativas que la crisis financiera indujo sobre la actividad económica mundial y sobre las empresas castigaron con inusitada intensidad a los mercados bursátiles mundiales que perdieron en 2008 entre el 40% y el 50% de su valor con el consiguiente impacto tanto en las carteras de valores cotizados de los inversores individuales e institucionales (fondos de inversión y fondos de pensiones) como en las valoraciones de acciones y participaciones no cotizadas en manos de inversores, muchos de ellos familias. Como no podía ser de otro modo, el año 2008 supuso un terrible golpe para la cartera de activos financieros de las familias españolas: el valor de los activos se redujo en unos 209.000 millones de euros, un 11%, en solo un año. Por su parte, el saldo de endeudamiento, pasivos totales, frenaba casi en seco su crecimiento pero todavía arrojaba un leve aumento absoluto de 30.000 millones de euros.

En muy pocos meses las expectativas y referencias de los hogares españoles cambiaron de forma radical y de igual modo lo hizo su comportamiento financiero. Como ya se ha comentado anteriormente la incertidumbre llevó a los hogares a aumentar su ahorro, a reducir la

inversión en vivienda y a frenar el endeudamiento.

La simple constatación de los datos del balance financiero no nos ofrece todos los datos de lo que sucedió realmente, algo que si hace la cuenta de operaciones financieras. En 2008 se produce una importante recomposición de la cartera de activos financieros de los hogares españoles: intensísimas adquisiciones netas de depósitos a plazo (+80.000 millones de euros), ventas netas de valores de renta fija (-12.400 millones), fuertes reembolsos de participaciones en fondos de inversión (-38.000 millones) y todavía un leve aumento del endeudamiento (+23.000 millones de nuevos pasivos contraídos). El resto de efectos sobre el balance de activos financieros son sobre todo movimientos del valor de los activos debidos a valoraciones de mercado. Ese es el caso de la intensísima corrección sufrida por el valor de las acciones.

Durante los tres años siguientes (2009 - 2011) el patrón de comportamiento de los hogares mantiene las pautas generales de 2008: ahorro elevado pero ya en una marcada senda de descenso, inversión en vivienda reducida e intensificación de la corrección del endeudamiento.

Al cierre del primer semestre del año 2012 la cartera de activos financieros de las familias españolas había perdido un 6,5% de su valor respecto a 2010 reflejando el efecto adicional de la crisis de deuda soberana. Se situaba también un 3,5% por debajo de 2008. Alcanzaba un valor de casi 1,63 billones de euros. Por su parte, el saldo de endeudamiento, pasivos totales, superaba los 930.000 millones de euros con un descenso del 3% respecto a 2010 y del 3,6% respecto a 2008. Su nivel ya se situaba por debajo del de 2007.

Por su parte la estructura de la cartera de Activos Financieros de las familias era la siguiente. Efectivo y depósitos suponían un 52% (+14pp respecto a 2007), valores de renta fija un 4% (+1,5pp respecto a 2007), participaciones en fondos de inversión un 6,4% (-4pp respecto a 2007), reservas de seguros y fondos de pensiones un 16% (+3pp respecto a 2007), acciones cotiza-



das, no cotizadas y otras participaciones en empresas un 17% (-11pp respecto a 2007).

La estructura de activos al cierre de la primera mitad de 2012 mantiene la tónica que comenzó en 2008 y la principal particularidad del año 2011 y primera mitad de 2012 es la intensa reducción de las adquisiciones netas de activos financieros, apenas 21.000 millones de euros, cinco veces menos que en 2006, apenas una tercera parte que en 2007 o menos de la mitad que en 2009. Esta reducción de las operaciones financieras netas se produce por la fuerte reducción de los depósitos (-23.500 millones en los doce meses hasta junio de 2012) pero tiene su contrapartida en activos con fuertes volúmenes de adquisiciones netas: valores distintos de acciones (renta fija), + 18.000 millones de euros, acciones cotizadas por valor de 13.600 millones de euros, o reservas de seguros de vida, +2.500 millones, que habitualmente no figuran en posiciones destacadas por este concepto.

Por su parte, los pasivos netos contraídos arrojan un volumen negativo superior a los 15.500 millones de euros explicada por las intensas operaciones de reducción de préstamos a largo plazo por valor de 28.000 millones de euros.

En resumen, el período entre 2008 y 2012 se enmarca en un nuevo escenario, muy distinto al anterior, que la crisis ha delimitado para el comportamiento financiero de las familias. Han transcurrido ya casi cinco años desde que se hizo ostensible el impacto de las nuevas circunstancias y la modelización de este comportamiento no es sencilla porque se conjugan los efectos de la evolución de la renta y de la riqueza financiera e inmobiliaria, de la incertidumbre o de las expectativas, con factores inducidos por las propias entidades de crédito, inmersas en una crisis financiera europea de enorme magnitud, con mercados interbancarios cada vez menos operativos y necesidades de financiación y liquidez perentorias.

El cierre del primer semestre de 2012 también nos trajo novedades, relativas al comportamiento de la tasa de ahorro sobre renta disponible de los hogares que se sitúa en una tasa del

9,6% para un período móvil de doce meses. Es un valor muy bajo que refleja la creciente presión sobre la renta disponible que están sufriendo los hogares españoles y las limitaciones que esto introduce a la hora de continuar la senda del desapalancamiento y a la vez financiar la economía.

CONCLUSIONES

Al analizar los datos del lustro anterior y el lustro posterior al inicio de la crisis, es evidente que el ahorro de las familias no ha sido sano, según lo definido en este artículo, a pesar de haber proporcionado a las familias un aumento patrimonial importante. Si es necesario para el buen funcionamiento de la economía que las familias tengan una razonable capacidad de financiación, durante el período 2003-2007, las economías domésticas no solo no han tenido suficiente capacidad de financiación sino que han necesitado financiación por cantidades extraordinariamente altas. La observación de estas cifras podría haber adelantado el diagnóstico sobre los problemas financieros de la economía española ya en 2004, dos o tres años después la evidencia era total.

Desde 2009 las familias han recuperado la capacidad de financiación como resultado del aumento del ahorro a costa de deprimir el consumo y de la disminución de las inversiones inmobiliarias. El aumento de la capacidad de financiación se ha dedicado a adquisiciones de activos financieros, cada vez con menor intensidad, y sobre todo a reducir deuda. Parece inevitable que durante los próximos años las familias se desendeuden en la medida que sean capaces de ahorrar. Más conveniente sería que los hogares consiguiesen capacidad de financiación susceptible de canalizarse hacia las empresas no financieras, el principal sector inversor. Es obligada la reflexión acerca de la manera de mejorar la salud del ahorro de las familias para que vuelva a cumplir su papel en el crecimiento de la economía.

Las previsiones no dejan ver un panorama mejor en los próximos años. Las perspectivas de



caída o magro crecimiento del PIB no permitirá mejorar la renta disponible en un porcentaje que supere el vencimiento de los créditos hipotecarios y, por tanto, si existe capacidad de financiación se dedicará al pago de estos créditos y no a financiar otros sectores de la economía. El sector familias va a disminuir su endeudamiento en los próximos años pero, con gran probabilidad, no va a poder financiar adecuadamente a los otros sectores inversores, como sería deseable sin que el propio sector sea un inversor de consideración en vivienda.

La utilización del ahorro de las familias se ha centrado más de lo que sería razonable en inversión en vivienda. Si en muchos de los países europeos de nuestro entorno la riqueza de las familias está dividida aproximadamente al 50% entre vivienda y activos financieros, en España la proporción ha llegado a ser de 4 a 1, es decir que el valor de las viviendas es de cuatro veces el valor de los activos financieros.

La tendencia de la inversión en viviendas tiene hondas raíces en la vida española. Después de la guerra civil se congelaron los alquileres con el propósito de defender a los inquilinos de la inflación a costa de los dueños de vivienda para alquilar. Como la inflación no se paró, no se desbloquearon y la consecuencia fue que fueron desapareciendo los alquileres que antes de la guerra civil eran aproximadamente el cincuenta por ciento del total de viviendas españolas. Al mismo tiempo se incentivó fiscalmente la compra de viviendas por lo que la tendencia a la propiedad se intensificó de manera extraordinaria. Debido al crecimiento de precios, se tenía la seguridad que el precio de la vivienda y de los inmuebles en general nunca caía de precio, y su subida era inevitable a un plazo medio. Por tanto era una inversión rentable en cualquier caso. Incluso los bancos admitían sin dudarlos los inmuebles como garantía de sus préstamos a empresas y particulares. El único problema era encontrar hipotecas a largo plazo y con tipos de interés convenientes. La entrada en el euro y la fácil financiación a cuenta de la política monetaria permisiva del BCE al comienzo de su funcionamiento, dieron alas a la inversión en viviendas en España. La

extraordinaria inversión en viviendas en los años considerados es la consecuencia de todos estos factores reunidos.

La gran inversión en viviendas de los últimos años, financiada con créditos por un considerable porcentaje de familias españolas, ha producido un descenso importante del valor de los activos financiados cuando se ha agotado el proceso y los precios han bajado sustancialmente. En bastantes casos la caída del valor ha sido superior al porcentaje pagado de la vivienda y el préstamo hipotecario restante es más alto que el valor de mercado de la vivienda. Una inversión tan importante en viviendas ha aportado un riesgo excesivo a la utilización del ahorro volatilizándolo una buena parte de los esfuerzos de años anteriores. Como de nuevo comprobamos, la distribución de los ahorros no ha sido sana en el sentido que la hemos dado más arriba.

Otras utilidades financieras del ahorro han resultado ser bastante mejores y han aportado diversificación al patrimonio familiar. El valor conjunto de los activos financieros de las familias ha aumentado moderadamente en estos años.

Pero, desde luego, el mayor riesgo de las familias se ha derivado del aumento del endeudamiento que en la década primera del siglo se ha más que duplicado, a pesar de la ligera disminución de los tres últimos años.

En la situación actual, la tendencia parece indicar que las familias continúen desendeudándose al ritmo que marca el vencimiento de las hipotecas y solo un incremento importante de la renta disponible permitiría financiar a otros sectores a través del ahorro de las familias. En nuestra opinión este desapalancamiento no es la mejor noticia para el conjunto de la economía, sería mejor que el endeudamiento se mantuviera o redujera apreciablemente su ritmo de caída para que el nuevo ahorro contribuyese a financiar un vigoroso proceso inversor que impulsase la actividad productiva que, a su vez, mejorase las perspectivas de la renta disponible. Sería un círculo virtuoso impulsaría la salida de la crisis actual.

Probablemente la inversión en vivienda seguirá teniendo un fuerte atractivo para las familias



españolas, una vez digerida la masa de inmuebles no ocupados en la actualidad. Aquí es prudente poner los medios para que una nueva burbuja no se desarrolle incluso con favorables situaciones financieras.

También en el ámbito inmobiliario, parece importante que las hipotecas sean transferibles sin la aprobación expresa de la entidad que las concede y para ello es necesario que exista un sistema de seguros que garantice al prestamista la eventual diferencia entre la valoración del inmueble en el momento de la posible ejecución y el resto de la deuda que tendría que cubrirse con ese valor. La compañía de seguros debería aprobar la hipoteca en la concesión y el sobreprecio debería disminuir con el paso del tiempo a medida que la hipoteca fuese disminuyendo. Este sistema se puede implantar cuando el precio de la vivienda esté estabilizado. Por supuesto este sistema permite la dación en pago sin ningún problema. Para las familias tiene la ventaja de poder cambiar de casa acumulando valor y sin perder flexibilidad para el cambio de domicilio o de tamaño de la vivienda. Desde el punto de vista del conjunto de la economía la capacidad de financiación de las familias no estaría lastrada por la necesidad de reducir sus deudas hipotecarias.

En resumen, es obligada la reflexión acerca de la manera de mejorar la salud del ahorro de las familias para que vuelva a cumplir su papel en el crecimiento de la economía.

NOTAS

- (1) «*Impacto de la crisis financiera sobre el ahorro de los hogares*». CNMV. Boletín trimestral II/2012. Madrid 2012.
- (2) «*Ahorro familiar en la zona euro*». Didier Davidoff. En *Ahorro familiar en España*. Director Domingo J. García Coto. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2010. 364 p. (Papeles de la Fundación; 39). Disponible en Internet: <http://www.fef.es/sec.php?id=64>
- (3) «*La función del ahorro en la economía española. Evolución y perspectivas del consumo y el ahorro familiar*». Angel Laborda. En *Ahorro familiar en España*. Director Domingo J. García Coto. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2010. 364 p. (Papeles de la Fundación; 39). Disponible en Internet: <http://www.fef.es/sec.php?id=64>
- (4) «*Patrimonio Inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995 – 2007)*». José Manuel Naredo. FUNCAS. Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad. Madrid 2008.
- (5) «*Contabilidad nacional trimestral de España. Cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales. Primer trimestre de 2012*». INE. Nota de prensa. 3 de julio de 2012. <http://www.ine.es/daco/daco42/ctnfsi/ctnfsi0112.pdf>

**CUADRO 1. BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES E IFSFLSH
(2004 - 1º Semestre de 2012) Datos en millones de euros**

	2004	2007	2008	2010	2011	2012 (2º s)*
1. ACTIVOS FINANCIEROS	1.393.170	1.901.508	1.691.493	1.747.283	1.698.590	1.632.764
Efectivo	69.301	87.112	89.798	91.292	90.202	93.188
Depósitos transferibles	84.902	275.389	267.923	307.293	307.629	315.566
Otros depósitos	386.314	366.038	445.688	458.007	457.188	443.620
Valores a corto plazo	2.108	8.454	7.054	2.492	12.117	15.748
Valores a largo plazo	29.213	40.744	30.093	48.407	56.920	49.018
Acciones cotizadas	101.827	149.381	83.826	100.396	92.062	87.970
Acciones no cotizadas	247.330	370.211	234.047	213.710	160.241	118.063
Otras participaciones (exc. Fondos)	37.629	74.350	70.569	65.815	66.113	64.928
Participaciones emitidas por fondos de inversión	172.645	195.564	142.626	117.524	109.287	105.425
Acciones emitidas por sociedades de inversión	6.551	9.747	6.712	8.307	7.316	7.434
Reservas de seguro de vida	102.088	118.257	121.578	128.427	133.186	133.058
Reservas de fondos de pensiones	85.794	111.357	103.255	110.584	106.762	104.777
Reservas para primas y para siniestros	21.062	28.549	29.517	30.522	30.426	31.613
Otras cuentas pendientes de cobro	46.405	66.356	58.808	64.508	69.140	62.355
% SOBRE PIB	166%	181%	155%	167%	160%	154%
2. ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (13)	796.287	964.991	726.043	787.261	765.472	702.549
% SOBRE PIB	95%	92%	67%	75%	72%	66%
3. PASIVOS	596.883	936.517	965.449	960.022	933.118	930.214
Préstamos a corto plazo	28.205	40.792	42.308	33.734	31.462	35.488
Préstamos a largo plazo	513.700	835.838	871.077	866.947	842.223	823.331
Otras cuentas pendientes de pago	54.977	59.887	52.065	59.341	59.433	71.395
% SOBRE PIB	71%	89%	89%	92%	88%	88%
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (apm)[§]	841.294	1.053.161	1.087.788	1.048.883	1.063.355	1.059.336

* Los datos del PIB para el 2º Semestre de 2012 corresponden a los doce últimos meses hasta esa fecha.

* En 2012 (2º Sem) figura la posición a esa fecha en las diferentes partidas

Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España 2012.

**CUADRO 2. CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES E ISFLSH
(2004-2011) (millones de euros) Datos en millones de euros**

	2004	2007	2008	2010	2011	2012 (2º s)*
1. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS	80.045	76.748	25.217	39.704	25.193	21.272
Efectivo	11.519	1.919	2.686	-1.641	-1.089	3.434
Depósitos transferibles	8.869	-13.357	-7.466	-1.699	336	3.647
Otros depósitos	22.109	70.765	80.914	28.476	-819	-23.568
Valores distintos de acciones	899	9.654	-12.436	6.658	20.450	17.913
Acciones cotizadas	-404	9.218	3.229	7.874	-1.903	13.662
Acciones no cotizadas	269	-5.728	-280	-515	4.082	5.611
Otras participaciones (exc. Fondos)	2.317	2.359	291	1.319	-129	-126
Participaciones emitidas por fondos de inversión	13.391	-11.695	-38.144	-18.111	-3.895	309
Acciones emitidas por sociedades de inversión	-237	968	-1.767	689	-412	-90
Reservas de seguro de vida	6.190	1.930	3.793	1.059	5.613	2.554
Reservas de fondos de pensiones	7.203	4.642	977	2.829	-1.578	900
Reservas para primas y para siniestros	2.282	2.671	968	1.155	-96	217
Otras cuentas pendientes de cobro	5.639	3.402	-7.548	11.611	4.633	-3.189
2. OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (1-3)	-4.983	-19.815	2.650	35.228	33.131	36.756
3. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS	85.028	96.563	22.567	4.476	-7.938	-15.484
Préstamos a corto plazo	2.623	2.430	1.516	-4.571	-2.272	-339
Préstamos a largo plazo	88.673	96.705	36.639	5.244	-19.289	-28.292
Otras cuentas pendientes de pago	-6.268	-2.571	-15.588	3.803	13.623	13.149

* La columna 2012 (2º s) incluye datos de los últimos doce meses hasta el 2º semestre de 2012.

Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España. 2012.

**UNA SENDA SOSTENIBLE DE DESAPALANCAMIENTO
Y REDUCCIÓN DE TAMAÑO DEL SISTEMA
FINANCIERO ESPAÑOL**



UNIÓN BANCARIA. ¿SÍ O NO? CONDICIONANTES

Joaquín Maudos.

**Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia,
Investigador del Ivie y colaborador del CUNEF**

1. INTRODUCCIÓN

La crisis ha demostrado la imposibilidad de formar una auténtica Unión Económica y Monetaria (UEM) exclusivamente en base a la adopción de una moneda y una política monetaria única. La ausencia de una unión fiscal y económica ha impedido que los desequilibrios existentes entre los distintos países del área del euro puedan corregirse sin poner en peligro la UEM, cuya máxima tensión se ha alcanzado en el contexto de la crisis de la deuda soberana.

En este escenario, el informe de 26 de junio de 2012 del Presidente del Consejo Europeo, realizado en colaboración con la Comisión Europea, el Eurogrupo y el BCE marca la hoja de ruta a seguir para resolver la crisis del euro, siendo la construcción de un mercado financiero integrado uno de los cuatro pilares para construir una genuina UEM.

Hasta el estallido de la crisis, el nacimiento del euro y la adopción de un ambicioso Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF, cuyo objetivo era precisamente crear un mercado financiero integrado a nivel europeo) fueron suficientes para conseguir un rápido avance en el grado de integración financiera. Pero con la crisis, se ha producido un claro retroceso en el nivel de integración hasta entonces alcanzado, como demuestran los diferentes indicadores de integración, tanto en términos de precios (divergencia en tipos de interés entre países) como de cantidades (caída en la importancia relativa de las operaciones transfronterizas, aumento del sesgo

doméstico en los portafolios, etc.). En definitiva, 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 compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés).

Dada la importancia del crédito bancario en la estructura financiera de las economías europeas, el avance en la integración del mercado bancario europeo adquiere especial importancia en el conjunto del mercado financiero. Por este motivo, las recientes propuestas que emanan desde las distintas instancias europeas se dirigen precisamente a conseguir un mercado único bancario, cuya consecución 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.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar el proceso de integración bancaria en Europa y el impacto de la crisis, así como las iniciativas en curso para conseguir una auténtica unión bancaria. Para ello, el artículo se estructura en tres epígrafes. En la sección 2 se analiza la relevancia de conseguir un mercado único finan-



ciero en Europa y la evolución del grado de integración desde el nacimiento del euro para mostrar el retroceso que ha tenido lugar tras el estallido de la crisis. En la sección 3 se hace una reflexión sobre las propuestas en las que se está trabajando en este momento a nivel europeo con el objetivo de alcanzar lo antes posible un mercado único bancario. Finalmente, la sección 4 contiene las conclusiones.

2. LA IMPORTANCIA DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA Y SU EVOLUCIÓN

¿Cuándo decimos que un mercado está integrado? El mercado único supone que, con independencia de la localización geográfica, los agentes económicos tienen igual acceso a las fuentes de financiación. Ello implica que se cumple la ley de un solo precio (el tipo de interés de productos homogéneos debe ser idéntico con independencia del país de origen), que no hay un sesgo doméstico en los portafolios, y que hay un elevado porcentaje de transacciones *cross-border*.

¿Por qué es tan importante avanzar hacia un mercado único? Un mercado único tiene muchas ventajas y algún inconveniente. Así, si bien en un mundo globalizado aumenta la vulnerabilidad de las economías ante un *shock* externo dado que aumenta su velocidad de transmisión y por tanto la inestabilidad financiera (como se ha demostrado en la crisis de las *subprimes*), la integración financiera favorece el desarrollo financiero y por esta vía el crecimiento económico. Así, el reciente estudio de la Fundación de Estudios Financieros (2012)¹ cuantifica en 0,025 puntos porcentuales de crecimiento del PIB la contribución del avance de la integración de los mercados financieros europeos en el periodo 1999-2010, habiendo caído un 36% la contribución (0,016 pp.) en el periodo de crisis 2007-2010.

¹ Fundación de Estudios Financieros (2012): *La Reforma de los Mercados Financieros Europeos*. 2012.

El avance en el grado de integración alcanzado hasta el estallido de la crisis se ha basado en cuatro palancas que se han revelado insuficientes en un contexto de crisis: la libertad de movimientos de capitales, la adopción de una moneda única, el PASF y la armonización de la regulación bancaria (como por ejemplo en materia de recursos propios). Así, el claro retroceso en la integración que ponen de manifiesto los informes e indicadores disponibles (como los informes semestrales del BCE y de la Comisión Europea, o los informes anuales de la Fundación de Estudios Financieros), han hecho necesario poner en marcha nuevas iniciativas centradas en el mercado bancario.

Los informes disponibles muestran un grado de integración financiera muy superior en los mercados mayoristas (interbancario y deuda) que en los minoristas (bancarios). Además, la evidencia muestra que si con la introducción del euro el mercado monetario fue el más rápido en avanzar en integración, también ha sido el que en menos tiempo y con más intensidad ha sufrido las consecuencias de la crisis. Así, como muestra claramente el gráfico 1, han aumentado enormemente las desigualdades de los tipos de interés interbancarios entre países. A partir de mediados de 2007 comienza una escalada en las diferencias de tipos entre países, que se recrudece en momentos puntuales como los vividos en la crisis de la deuda soberana y que en ocasiones se relaja tras las medidas extraordinarias de apoyo del BCE como las dos subastas extraordinarias a tres años con adjudicación plena que tuvieron lugar en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

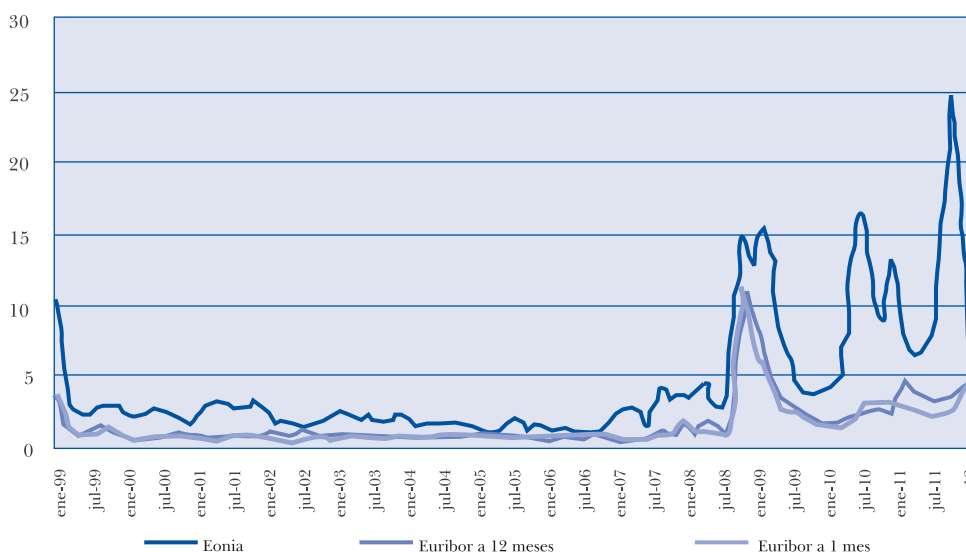
En el caso de los mercados bancarios minoristas, el gráfico 2 permite apreciar la menor integración en comparación con los menores valores de la desviación típica de tipos de interés del mercado monetario. También se constata el retroceso en la integración que se produce a partir de mediados de 2008, donde se produce una brusca subida de la desviación típica. Además, se aprecian diferencias importantes en el grado de integración de cada producto bancario, con diferencias de tipos mucho más elevadas en el préstamo al consumo y en los depósitos que en el préstamo para la compra de vivienda.



Además del aumento de las diferencias de tipos de interés entre países, la crisis también ha afectado al volumen de transacciones transfronterizas con otros países de la UE. Los informes que realiza regularmente el BCE muestran una clara fragmentación del mercado interbancario, con un aumento desde media-

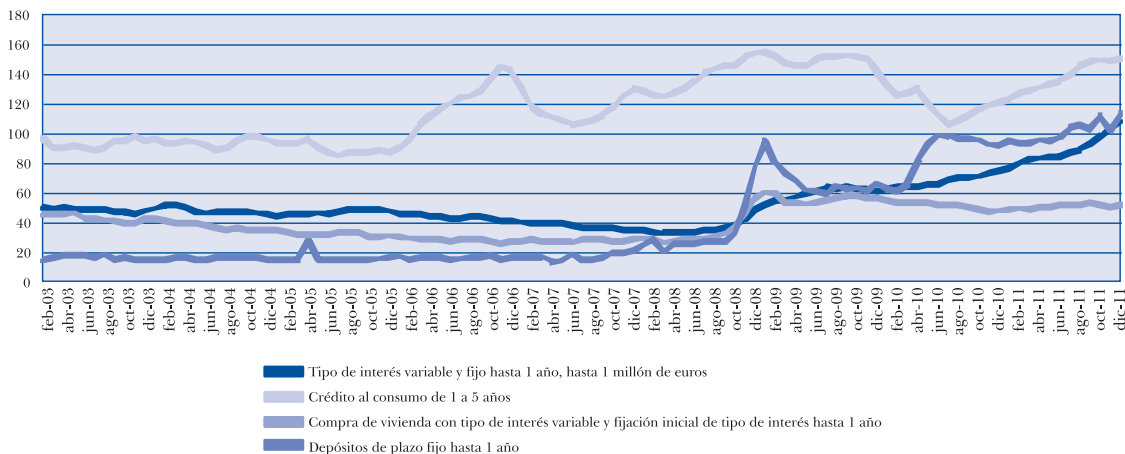
dos de 2007 del peso relativo de las operaciones domésticas en detrimento de las operaciones tanto con otros bancos de la eurozona como del resto de la UE. Y en los mercados de deuda, la segmentación es clara, con un cierre de los mercados para las emisiones de determinados países.

GRÁFICO 1. DESVIACIÓN TÍPICA ENTRE LOS PAÍSES DE LA EUROZONA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO



Fuente: BCE.

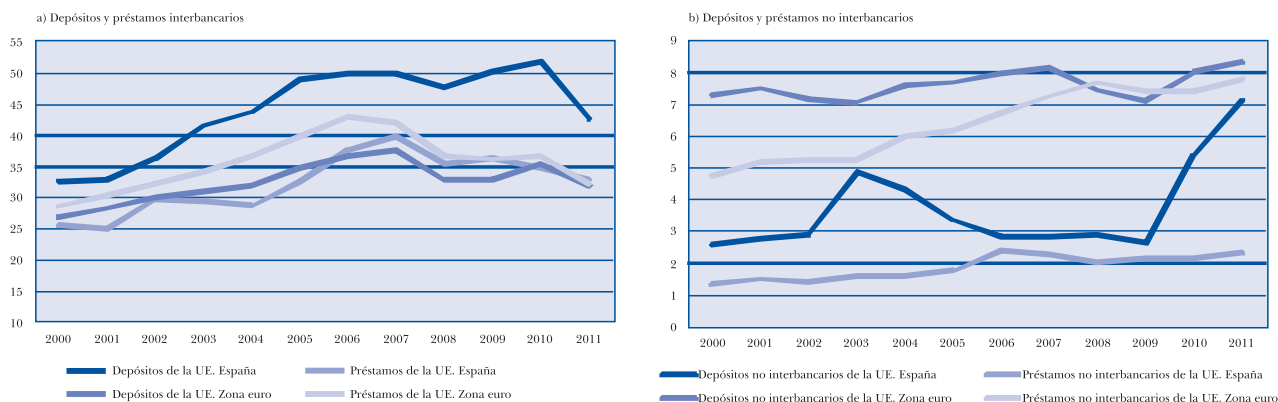
GRÁFICO 2. DESVIACIÓN TÍPICA ENTRE LOS PAÍSES DE LA EUROZONA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS



Fuente: BCE.



GRÁFICO 3. PORCENTAJE DE NEGOCIO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS EUROPEAS CON OTROS PAÍSES DE LA UE FRENTE AL TOTAL



Fuente: BCE.

En el caso concreto del negocio bancario, las operaciones transfronterizas alcanzan una importancia mucho mayor en los mercados interbancarios que en los no-interbancarios. Así, como recoge el gráfico 3, los depósitos interbancarios con otros países de la UE llegaron a alcanzar valores en torno al 50% del total para la media de la banca de la eurozona, frente a un valor máximo del 7% en los no interbancarios. En los préstamos, los interbancarios han llegado a suponer el 40% del total, frente a un valor máximo en torno al 2% en los no interbancarios. Además, la creciente importancia del negocio transfronterizo que tuvo lugar hasta 2007, se trunca en ese año, si bien los valores actuales son superiores a los existentes en la fecha del nacimiento del euro. No obstante, en el negocio minorista, no se ha producido esa caída, aunque la importancia de las operaciones *cross-border* es muy reducida.

En resumen, con la crisis se ha fragmentado el mercado financiero europeo, ha aumentado la preferencia por lo nacional (sesgo doméstico), los tipos de interés de la deuda privada responden más al tipo de interés de la deuda soberana que a los tipos de intervención, y han aumentado las diferencias en los tipos de interés entre países. Se ha producido un retroceso en la integración financiera que afecta negativamente al crecimiento económico y se ha roto el buen funcionamiento del proceso de transmisión de la supues-

ta política monetaria única del BCE, ya que las variaciones de los tipos de intervención no se transmiten de igual forma en todos los países.

3. LOS INGREDIENTES DEL MERCADO ÚNICO BANCARIO

Existe un acuerdo generalizado de la importancia del mercado único bancario para el futuro del euro. No hay más que leer el informe de 6 de junio de 2012 del Presidente del Consejo Europeo, en colaboración con los Presidentes de la Comisión Europea, del Eurogrupo y del Banco Central Europeo que dice textualmente que «el diseño original del euro ha sido incapaz de cumplir su objetivo de mantener un nivel adecuado de competitividad, coordinación y convergencia en los países de la Eurozona que garantice un crecimiento sostenible y sin grandes desequilibrios». Y en la hoja de ruta que propone para garantizar la continuidad del euro, uno de los cuatro pilares (junto con la integración fiscal, un marco de política económica integrado, y una legitimidad y responsabilidad democráticas fortalecidas) es alcanzar un marco financiero integrado.

Junto con la armonización de los requisitos de capital, la unión bancaria exige disponer de 1) una supervisión bancaria a nivel europeo; 2) un marco común en materia de garantía de los



depósitos; y 3) un mecanismo de resolución de crisis bancarias único a nivel europeo.

A) MECANISMO EUROPEO DE SUPERVISIÓN

Una de las lecciones de la actual crisis financiera es el círculo vicioso que existe entre el riesgo soberano y el riesgo bancario. La necesidad de inyectar financiación pública para hacer frente a las pérdidas bancarias ha dado lugar a un crecimiento en los niveles de deuda pública que a su vez ha ido a parar a los balances bancarios, lo que da lugar a un bucle del que es necesario salir para que el coste de las crisis bancarias no acabe siendo financiado por los contribuyentes.

Para romper ese círculo, los fondos de rescate deben capitalizar directamente a los bancos. Pero eso exige previamente que exista una autoridad supranacional que supervise los bancos que reciben la ayuda, siendo esta la condición que ha impuesto el mecanismo europeo de rescate (MEDE) y cuyo consecución aliviaría la deuda pública de la economía española como consecuencia de la línea de crédito de 100.000 millones puesta a su disposición para el rescate bancario. La supervisión única es necesaria para asegurar la misma calidad e imparcialidad en la supervisión de todos los bancos de la eurozona.

La propuesta que hizo la Comisión Europea en septiembre de 2012 era que fuera el BCE quien asumiera la responsabilidad última sobre las tareas específicas de supervisión. Su propuesta contenía las siguientes características: a) el BCE será el supervisor único de todos los bancos de la zona del euro, si bien su puesta en marcha será de forma progresiva, de forma que el 1 de enero de 2013 la supervisión comienza con las entidades que hayan recibido ayudas públicas, el 1 de julio de 2013 se extiende a los bancos sistémicos y el 1 de enero de 2014 al resto de entidades de crédito; b) los países no pertenecientes a la UEM pueden incorporarse de forma voluntaria a este esquema único de supervisión; c) la EBA seguirá con las funciones que cumple en la actualidad, se encargará de la convergencia en las prácticas de supervisión de

toda la UE y cooperará con el BCE dentro del marco del Sistema Europeo de Supervisión Financiera; d) el BCE responderá ante el Parlamento Europeo de sus actuaciones, ofreciendo regularmente información sobre su gestión; e) el papel de los supervisores nacionales sigue siendo fundamental para el día a día de la supervisión, asistiendo al BCE teniendo en cuenta su experiencia y personal cualificado; f) el coste de la supervisión será asumido por todos los bancos de la eurozona en función de su tamaño y riesgo.

Algunos países manifestaron su oposición a la supervisión única para todos los bancos en manos del BCE. A los países no pertenecientes a la UEM (sobre todo Reino Unido y otros países del este) les preocupa perder soberanía y que el BCE concentre excesivo poder. Y Alemania, solo está de acuerdo en el caso de las entidades sistémicas y siempre que se salvaguarde la independencia de la política monetaria aislándola de la supervisión, argumentando su incapacidad para supervisar una cifra muy elevada de bancos (unos 6.000), si bien en el fondo los motivos pueden ser otros.

Como argumenta el documento de la Comisión, circunscribir la supervisión única a las entidades sistémicas introduciría una asimetría entre las entidades bajo la supervisión del BCE y de los supervisores nacionales, lo que podría producir una discriminación entre ambas por parte de los clientes bancarios. Por otra parte, conviene no olvidar que cualquier banco, independiente de su tamaño, puede requerir acudir a los fondos de rescate para su recapitalización, siendo necesario que exista una supervisión única para que la recapitalización sea directa sin pasar por los Estados.

Poner en manos del BCE la supervisión única europea tiene la ventaja de que se pueden producir sinergias entre la labor de supervisión, la consecución del objetivo de estabilidad financiera y la instrumentación de la política monetaria única. Así, si el BCE en su papel de supervisor tiene información sobre los problemas de una determinada entidad, puede tomar decisiones de apoyo de liquidez que afectan a la política monetaria. No obstante, también puede producirse un conflicto de intereses, ya que en un determinado momento las decisiones de política monetaria



(como la variación de los tipos de interés) pueden entrar en conflicto con el objetivo de la estabilidad financiera. Así, si la supervisión detecta un problema de estabilidad, quizás la solución requiera una variación de los tipos de interés en la dirección contraria. Quizás por este motivo de evitar conflictos, la propuesta de la Comisión era mantener separadas las dos tareas del BCE.

La hoja de ruta aprobada en el Consejo Europeo de diciembre de 2012 supone un paso importante en la aprobación del mecanismo único de supervisión, si bien lo acordado se queda muy por debajo de lo previsto en Consejos anteriores. En concreto, la hoja de ruta se concreta en: a) el BCE será el supervisor de los bancos con un tamaño superior a 30.000 millones de euros, lo que deja fuera a la mayoría de las entidades que en algún país (como Alemania) representan un elevado porcentaje de sus sistemas bancarios; b) el nuevo mecanismo de supervisión entrará en funcionamiento el 1 de marzo de 2014 o 12 meses después de la entrada en vigor de la legislación pertinente; c) se mantiene separada la función de supervisión de la política monetaria para evitar conflicto de intereses. Por si los hubiera, se creará un foro de mediación.

B) FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EUROPEO

El FGD es un instrumento primordial para proteger el ahorro de los depositantes y contribuir a la estabilidad financiera. La situación actual en Europa muestra enormes diferencias en la configuración de los FGD nacionales en aspectos como los depósitos cubiertos, el carácter público *vs.* privado del fondo, el carácter de las aportaciones (*ex ante* con aportaciones periódicas de las entidades al fondo que gestiona el patrimonio acumulado como en España *vs. ex post*, con aportaciones solo cuando el fondo necesita recursos para cumplir con su objetivo), etc. Según un reciente informe de la Comisión Europea, en el seno de la Unión Europea de los 27 hay en la actualidad 39 FGD distintos, de los que 16 son privados, 13 públicos y 10 presentan características público-privadas.

Uno de los aspectos más importantes de cara a la protección del ahorro es la cuantía asegurada. En este aspecto hasta no hace mucho coexistían países donde la cuantía cubierta era de 50.000 euros con otros cuya garantía ha llegado a ser en algunos momentos ilimitada, siendo 100.000 euros el caso más frecuente (que es la cuantía por depositante y entidad asegurada en España). Obviamente, semejantes diferencias distorsionan la competencia, deslocalizan el ahorro y generan inestabilidad financiera. Por este motivo, en la actualidad cualquier depósito de un banco de la UE está garantizado hasta 100.000 euros por depositante en caso de quiebra, lo que significa que el 95 % de todos los titulares de cuentas bancarias de la Unión Europea recuperarán todos sus ahorros en caso de quiebra. Algo similar ocurre en el tipo de productos y entidades cubiertos, donde también hay importantes diferencias entre países, así como en el plazo de devolución de los depósitos asegurados una vez quiebra un banco.

Dadas las diferencias existentes en la configuración de los FGD nacionales, en julio de 2010 la Comisión lanzó una propuesta de directiva (que tras más de dos años aún está siendo debatida por el Consejo y el Parlamento Europeo, lo que muestra las dificultades y la lentitud en avanzar hacia la unión bancaria), cuyas principales características son las siguientes: a) en un plazo de 10 años todos los países deben disponer de un fondo financiado *ex ante* con hasta el 1,5% de los depósitos cubiertos; b) propone acortar a 7 días el plazo de devolución de los depósitos cubiertos, acortando sustancialmente los plazos actuales que llegan a ser de meses en algunos casos; c) propone un mecanismo de solidaridad entre fondos de forma que se hagan préstamos en caso de necesidad; d) la financiación *ex ante* se complementa con un *back stop* o facilidad de préstamos en caso de que el FGD agote sus recursos; e) las aportaciones deben ser función del riesgo, algo difícil de lograr como se ha demostrado recientemente en España².

² El RDL 771/2011 de 3 de junio establecía aportaciones en función del riesgo, entendiéndose como tal fijar un tipo pasivo superior a un determinado umbral el Euríbor, y penalizando la superación de ese umbral multiplicando por 5 la



Obviamente, el máximo grado de integración bancaria se alcanzaría con el establecimiento de un FGD único a nivel europeo, que rompería por completo el círculo vicioso entre la deuda pública y la calidad de la bancaria. Pero como el establecimiento de un FGD europeo conllevaría tiempo, lo más operativo a corto plazo es comenzar por armonizar las diferencias existentes entre países en los aspectos señalados para en una segunda etapa diseñar un sistema de solidaridad a través de préstamos entre los FGD nacionales. Otra posibilidad sería mantener los actuales FGD nacionales (pero ya armonizados) junto con un nuevo FGD europeo que actuara solo en caso de que un FGD no tenga patrimonio suficiente para devolver los depósitos.

La decisión del Consejo Europeo de diciembre de 2012 apenas hace referencia a este segundo pilar necesario para construir un auténtico mercado único bancario ya que se limita a proponer acelerar los trabajos sobre la directiva sobre el sistema de garantía de depósitos.

C) MECANISMO DE RESOLUCIÓN EUROPEO DE CRISIS BANCARIAS

La crisis ha mostrado que existen enormes diferencias en los procesos de resolución de crisis bancarias entre países y de los criterios para juzgar la viabilidad de una entidad, así como las vías o instrumentos de resolución y liquidación (banco malo, banco puente, reparto de pérdidas entre accionistas y acreedores, sustitución de los gestores, etc.). Además, han existido claras lagunas en los mecanismos de intervención temprana, que son sumamente importante para minimizar el impacto de la crisis sobre los contribuyentes. En consecuencia, la ausencia de un marco europeo de resolución bancaria se ha traducido en la inyección de enormes fondos públicos en las entidades financieras (4,5 billones de euros, el 37% del PIB de la UE en el periodo octubre 2008-octubre 2011), que se podrían haber evitado en beneficio

contribución al FGD. Dada la ineficacia de la norma para frenar la guerra del pasivo –motivo que se esgrimió la aplicar dicha penalización– fue derogada a finales de 2012.

del contribuyente. Además, el régimen de resolución de una crisis bancaria es fundamental para prevenir futuras crisis, ya que afecta a los incentivos de accionistas y gestores (problemas de riesgo moral), a la vez que protege a los depositantes.

En este contexto, la propuesta de Directiva de 6 de junio de 2012 de la Comisión Europea da un paso muy importante hacia la construcción de un mercado único bancario al adoptar un marco de referencia para gestionar el rescate y resolución de entidades (con medidas de actuación temprana, reestructuración y resolución de las entidades no viables) y con el objetivo de minimizar riesgos para la estabilidad financiera y los costes para el contribuyente.

La propuesta de directiva distingue tres tipos de instrumentos de resolución en función del grado de viabilidad de la situación financiera del banco:

- Preparación y prevención.

Son instrumentos que se concretan en el establecimiento de planes de recuperación para restablecer la viabilidad de una entidad cuando su situación financiera se deteriora; planes de resolución con distintas opciones para bancos no viables; si hay obstáculos a la posibilidad de resolución, las autoridades pueden exigir cambios en la estructura jurídica; y acuerdos de apoyo intragrupo encaminados a frenar el agravamiento de la crisis y restablecer la estabilidad del grupo.

- Intervención precoz

La intervención precoz tiene como objetivo hacer frente a dificultades lo antes posible, que se materializa en presentar un coeficiente de solvencia por debajo del mínimo exigido o alta probabilidad de no cumplirlo. En este caso, la autoridad aplica medidas del plan de recuperación, un programa y un calendario de aplicación, así como un plan de reestructuración de la deuda con los acreedores. También se puede designar a un administrador especial cuya misión es sanear la entidad y llevar a cabo una buena gestión.

- Resolución

La resolución tiene lugar cuando la entidad no es viable. En ese caso, las autoridades asumen



el control de la entidad y llevan a cabo las medidas de resolución utilizando instrumentos como venta de todo o parte del banco a otra entidad, la creación de un banco puente que aglutina los activos sanos, la creación de una sociedad de gestión de activos (conocida como banco malo que aglutina los activos tóxicos) y *bail-in* (de forma que son los accionistas y acreedores los que asumen las pérdidas).

Muchos de los instrumentos de prevención, reestructuración y resolución (como la inyección de capital, la concesión de un préstamo) requieren financiación para su puesta en marcha. El ejemplo más próximo es el FROB utilizado para financiar procesos de reestructuración bancaria en España, tanto bajo la modalidad de préstamo en forma de participaciones preferentes (es el llamado FROB1 aprobado en 2010 que contemplaba un periodo de cinco años de devolución antes de su conversión en acciones), como de inyección de capital (FROB 2 mediante la compra de acciones, tal y como contempla en RDL de reforzamiento del sistema financiero español aprobado en 2011). A este respecto, la propuesta de la Comisión Europea es constituir un fondo de resolución nacional mediante aportaciones de las entidades financieras en proporción a sus pasivos y perfil de riesgo, hasta alcanzar un patrimonio en diez años equivalente al 1% de los depósitos cubiertos, y que se utilizará en apoyo de reorganizaciones ordenadas y resoluciones, pero nunca para el rescate de un banco. Los fondos nacionales se coordinarán para aportar financiación en caso de resolución de entidades transfronterizas, y se prestan entre sí en caso de que se agote algún un fondo.

Si el mercado único bancario requiere de un supervisor también único a nivel europeo, lo más conveniente es que sea este el que se ocupe de detectar los posibles problemas de viabilidad de una entidad, dada la información de que dispone, y tomar decisiones de intervención temprana. Pero si esto no es suficiente para garantizar la viabilidad, debería ser otra autoridad la que se ocupara de la resolución. Sin embargo, la propuesta de la Comisión habla de los poderes que deben otorgarse a las autoridades nacionales de resolución, sin que postule la creación de una

única autoridad de resolución a nivel europeo.

La propuesta de directiva en curso COM (2012) 280/3 es un paso muy importante para la consecución del mercado único bancario, si bien la auténtica unión requeriría disponer de un solo fondo europeo de resolución y una autoridad también europea de resolución distinta del BCE. Y todo ello requiere tiempo y cesión de soberanía nacional.

Al igual que en el caso del FGD, el último Consejo Europeo celebrado en diciembre de 2012 se limita a instar a que la Comisión proponga en 2013 un mecanismo único de resolución con el objetivo de alcanzar un acuerdo sobre dicho mecanismo para el verano de 2014.

4. CONCLUSIONES

Desde que comenzara la crisis financiera de mediados de 2007 y con más intensidad con la crisis de la deuda soberana, el avance que se había conseguido en el grado de integración de los mercados financieros europeos se ha truncado, habiéndose perdido parte de los logros previos. Indicadores como el aumento de las diferencias de tipos de interés entre países, el aumento del sesgo doméstico en los portafolios, la caída en las transacciones transfronterizas entre los países de la UE, etc. muestran la desintegración y segmentación del mercado único, lo que en nada contribuye al crecimiento económico.

La crisis del euro ha puesto de manifiesto la insuficiencia de construir una UEM solo en base a la moneda y la política monetaria única. Además de los problemas de gobernanza y la falta de unidad en materia fiscal, la viabilidad del área del euro requiere avanzar rápidamente hacia la consecución de un mercado único bancario, siendo la prioridad en estos momentos en la agenda de las instituciones europeas.

El mercado único bancario requiere avanzar simultáneamente en tres direcciones que se complementan: una supervisión bancaria única a nivel europeo; un fondo de garantía europeo; y un mecanismo europeo de resolución de crisis bancarias.



La urgencia en resolver la crisis del euro choca con la lentitud y dificultad en alcanzar de forma rápida la unión bancaria. Además, la prioridad se ha puesto en la supervisión única, mientras que los otros dos ingredientes del mercado único se han relegado para más adelante. Y la supervisión por sí sola no es efectiva para crear la unión bancaria ya que puede existir un claro conflicto de intereses entre el papel del supervisor europeo y las autoridades nacionales de resolución y de protección de los depósitos. Así, el supervisor puede proponer la liquidación de una determinada entidad cuyos elevados costes pueden ser prohibitivos para los fondos nacionales.

La prioridad que la Comisión Europea ha puesto en la supervisión única debe extenderse a la creación de una autoridad y fondo europeo de resolución y a un fondo de depósitos también europeo. Sin embargo, dadas las mayores dificultades en conseguir la creación de estos dos fondos, es necesaria una estrategia gradualista de mutualización de los fondos nacionales pero al mismo tiempo que la supervisión única, si bien el objetivo último debe ser crear fondos europeos. Y ello es importante dados los beneficios del mercado único. Así, cuando sea una realidad el mercado único bancario con los tres ingredientes comentados, tendremos un sector bancario europeo más seguro y estable (con menor probabilidad de crisis bancarias), con clientes mejor protegidos (fruto de las mejoras en la supervisión y en el diseño de los FGD), donde se habrá roto el círculo vicioso actualmente existente entre el riesgo bancario y el riesgo soberano (al asumir los fondos de rescate la capitalización directa de los bancos con problemas una vez la supervisión sea única a nivel europeo), y donde se minimizará el impacto de una crisis bancaria sobre los contribuyentes.

En el caso de España, como es conocido, el rescate bancario aprobado a finales de julio de

2012 ha obligado a asumir una larga lista de condiciones que impone el memorándum de entendimiento. Pero el impacto quizás más importante del rescate es que los 40.000 millones de euros recibidos de los fondos de rescate son asumidos por el Estado que, a través del FROB, canalizan las inyecciones de capital a los bancos que lo necesitan. De momento, esa elevada cuantía de fondos es deuda pública que asume el Gobierno y que dispara en exceso la ratio deuda pública/PIB de nuestra economía. Por tanto, para España, es vital acelerar la construcción del mercado único bancario, al menos en lo que a la supervisión única se refiere. Solo una vez se alcance esa supervisión europea, el rescate será directo a la banca, no que relajará considerablemente el endeudamiento del sector público. De momento, otro de los ingredientes del mercado único ya ha tenido efectos beneficiosos para nuestro país, ya que el reciente RDL 24/2012, de 30 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito ya ha tenido en cuenta las iniciativas que contiene la propuesta de directiva sobre el mecanismo europeo de resolución.

Desgraciadamente, los conflictos entre países que genera la propuesta de que sea el BCE el supervisor único europeo, hace aventurar que no va a ser ni sencilla ni rápida su puesta en marcha, lo que tiene graves consecuencias para España. Así, si bien no está del todo descartada la posibilidad de que la recapitalización directa tenga efectos retroactivos (lo que permitiría que se aplicara a España), será un tema a debatir y pelear en próximas cumbres del Eurogrupo, donde habrá que definir lo que se considera los activos «heredados» (legacy assets). En cualquier caso, la supervisión única europea no garantiza que los bancos españoles vuelvan a tener acceso a los mercados de financiación, si los problemas de fondo de la economía y el otro círculo vicioso (el de la austeridad y la recesión) no se corrigen.



CRISIS Y DESAPALANCAMIENTO EN ESPAÑA

**Fernando Fernández Méndez de Andés. Profesor de Economía.
IE Business School**

1. INTRODUCCIÓN

Contrariamente a lo que muchos esperaban, y sin duda a lo que era la opinión dominante entre los responsables de la política económica de la época y de muchos académicos que abrazaron la tesis del «esta vez es diferente»¹ con gran pasión, la crisis financiera ha tenido un impacto especialmente violento en España. Era de esperar, por varias razones claramente ya previsibles en 2009. Primero, la experiencia española de crisis inmobiliarias no permitía ser optimista; todas las crisis anteriores habían tenido un serio impacto en el sistema financiero. La última en los años ochenta había forzado la reestructuración del subsector de bancos comerciales. Segundo, España como país se enfrentaba a un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, a una restricción del crédito disponible, a una caída en el apetito por el riesgo de los inversores, con un serio problema de endeudamiento, con una necesidad de financiación externa del orden del 10% del PIB. Ciertamente que era básicamente un endeudamiento del sector privado, pero la experiencia internacional –Argentina, Corea, Estados Unidos, Irlanda– nos había enseñado cuán rápido el sector público se ve forzado a absorber deudas y pérdidas del sector privado para evitar un colapso. Y tercero, la Unión Monetaria limitaba

drásticamente el conjunto de políticas posibles, eliminaba la opción clásica de licuar la deuda mediante la devaluación y la inflación. En ausencia de un banco central activista y dispuesto a inyectar liquidez en casos idiosincráticos, lo que era mucho desear, el desapalancamiento de la economía española habría de ser masivo.

Pero se decidió jugar a ganar tiempo. Confiando primero en una rápida recuperación de la economía internacional a la que se «ayudó» con políticas expansivas de corte keynesiano clásico y que llevaron el déficit público por encima del 11% del PIB, acelerando de paso el proceso de convertir el problema privado en público y creando un problema de sostenibilidad de la deuda pública donde no lo había. Siguiendo luego una política de benignidad regulatoria, cierto como muchos otros países europeos pero eso no le quita un ápice de irresponsabilidad, que permitiese a las instituciones financieras españolas difuminar el impacto en sus balances de la crisis inmobiliaria y de la recesión subsiguiente, con el resultado de alimentar un proceso de desconfianza y falta de credibilidad primero en los bancos españoles y luego en las autoridades monetarias que dilapidaron en unos pocos años su prestigio internacional. Y llevando finalmente una política de reestructuración bancaria, a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) equivocada en su concepto –la búsqueda del tamaño como si un banco grande y solvente fueran equivalentes–, excesivamente lenta en su aplicación porque faltó el coraje político para enfrentarse al núcleo de la crisis, los problemas

¹ Por utilizar la terminología que ha hecho fortuna y que da título al ya clásico libro de Reinhart y Rogoff 2009, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.



de gobernanza en las Cajas de Ahorros, y voluntarista pues descansaba en la voluntad de los gestores bancarios de reformarse a sí mismos. El resultado ha sido el inevitable rescate internacional bajo la forma novedosa de un acuerdo europeo para un Programa de Recapitalización Bancaria en España explicitado en el *Memorandum of Understanding on Financial Sector Policy Conditionality* firmado el 20 de julio de este año.

En este breve artículo se pasa revista a la crisis financiera en España con un doble objetivo: aprender de los errores cometidos y evitar seguir cometiéndolos en el proceso de recapitalización en marcha. Para ello se pone la crisis en su contexto internacional y europeo, se repasan experiencias internacionales y se hacen previsiones realistas, quizás un poco crudas, de lo que puede ocurrir.

2. LA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

A los análisis de la crisis financiera española le suele faltar contexto. Se centran en exceso en los problemas idiosincráticos, que sin duda los hay y son cruciales. Pero para poder aproximarse a sus consecuencias es necesario ponerla en el contexto de lo que está pasando en el sistema financiero internacional. No estamos ante una crisis más, sino ante un nuevo escenario financiero caracterizado por la reducción sostenida de los niveles de crédito disponible en el mundo. Si la crisis es fundamentalmente producto de los excesos de los años de bonanza es lógico que el mundo post-crisis, el nuevo normal del que cada vez afortunadamente se habla más, se caracterice por niveles sustancialmente menores de apalancamiento financiero. Y ello como consecuencia de un nuevo consenso que se plasma en políticas de regulación y supervisión que se están adoptando a nivel internacional; y de las propias estrategias puestas en marcha por los agentes para adaptarse al nuevo normal y anticiparse a los cambios. Ese nuevo normal regulatorio, que podemos resumir en Basilea III, está siendo anticipado por las entidades financieras, porque así se lo exigen sus accionistas y los llamados vigilantes de la dis-

ciplina del mercado, probablemente con mayor intensidad de la prevista y deseada por las autoridades. Hasta el punto de que se habla ya explícitamente de aplazar y calibrar algunos cambios, sobre todo los que se refieren a los coeficientes de liquidez y apalancamiento precisamente.

En cualquier caso, el desapalancamiento está solo empezando. Tanto en el sector financiero, promocionado por la nueva regulación internacional y por la desconfianza de los inversores, como en los sectores corporativo y público. Al sector financiero le dedicamos este artículo pero permítanme unas palabras sobre los otros dos. Las empresas financieras no sólo se están desapalancando porque se han endurecido las condiciones de acceso al crédito, porque los bancos han cerrado el grifo en términos coloquiales, sino porque los inversores no toleran ya esos niveles de endeudamiento. Y no lo hacen porque al deteriorarse las perspectivas económicas, de crecimiento de ventas y beneficios, los niveles de endeudamiento manejables, tolerables han disminuido también. Por eso están vendiendo activos, y continuarán haciéndolo, a las empresas menos endeudadas. Porque el capital, la liquidez, se han hecho escasos y valiosos.

El desapalancamiento del sector público no es consecuencia de la ideología de la austeridad, como algunos políticos y economistas con notoria fuerza mediática han insistido en llamar a la dura realidad, sino del fin del excepcionalismo occidental. Es una consecuencia necesaria de la globalización. ¿Cómo es posible que países cuyo crecimiento potencial apenas llega al 2% anual, el potencial que el real lleva años por debajo de este nivel, puedan tener niveles de endeudamiento público superiores al 100% del PIB, mientras que otros que crecen sistemáticamente al 8% anual, en torno al potencial, están condenados a mantener niveles de endeudamiento público del 35% del PIB? Solo era posible en un mundo dual donde solo unos cuantos países, los desarrollados, ofrecían la suficiente seguridad jurídica y estabilidad institucional para actuar de aspiradora del capital internacional. Pero ese mundo ha cambiado. No solo porque ya hay un número suficiente de mercados emergentes cuyos sistemas políticos, sus

economías y sus mercados de capitales tienen años de estabilidad y seguridad en el retorno de las inversiones, sino porque la crisis ha arrumbado el mito de la eficiencia en los mercados de capitales centrales del sistema. Sólo la insistencia china en mantener artificialmente el tipo de cambio mediante una especie de crédito exportador a través de la compra de bonos norteamericanos, está permitiendo que el ajuste fiscal occidental sea menos intenso. Pero por razones institucionales que no son de este artículo pero que no van a desaparecer en el corto ni medio plazo, la Euro Zona no disfruta de ese privilegio temporal.

Sabemos por estudios anteriores que las crisis que combinan crisis bancarias e inmobiliarias tardan de 4 a 6 años en absorberse plenamente², años que empiezan a contar cuando se adoptan las políticas correctas no cuando estallan. En todas ellas cae significativamente el ratio crédito/PIB, en torno a 20 puntos. Y tardan aún más en recuperarse los niveles de empleo, sobre todo si la intensidad de la crisis erosiona el capital humano de esa sociedad como parece estar sucediendo con tasas de paro del 25%. Estamos por tanto ante el peligro de una década perdida del Atlántico Norte, similar a la que experimentó América Latina en los ochenta y por causas no muy diferentes, por ignorar la restricción presupuestaria intertemporal, por pensar que las necesidades, sociales o de crecimiento, pueden primar sobre las posibilidades.

De este contexto internacional, pueden sacarse algunas implicaciones directas para el negocio bancario: Habrá menos crédito, tanto por razones de oferta como de demanda; el dinero será más caro, y el sector habrá de acostumbrarse a convivir unos años con mayores niveles de intervención pública³. Es útil poner las cosas en perspectiva y a estos efectos se incluyen los gráficos siguientes (diapositiva 1), tomados del informe sobre el mercado de capitales del *Institute of*

International Finance de septiembre 2012. Gráficos que presentan unas evidencias relevantes que resumimos a continuación:

- 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.
- Pues bien, contrariamente a lo que podría pensarse, el contraste entre la banca americana y europea es muy llamativo; la banca americana cuenta con niveles de financiación minorista en el entorno del 80% del total de pasivos mientras que la europea apenas llega al 35%.
- Pero es que además desde el inicio de la crisis esta diferencia se ha agravado. Mientras la banca americana ha aumentado su financiación vía depósitos en casi diez puntos, en Europa ha permanecido prácticamente constante y si acaso ha disminuido.
- Así, un ratio significativo de liquidez bancaria, el coeficiente de créditos sobre depósitos es en Europa un 105%, escondiendo sin duda importantes diferencias nacionales, mientras que en Estados Unidos no llega al 70%.
- Aunque hay que ser cuidadoso con las comparaciones internacionales, sobre todo por el muy distinto peso de la financiación bancaria de la inversión corporativa en ambos continentes, es difícil no llegar a la conclusión de que el proceso de desapalancamiento bancario está en Europa retrasado con respecto a Estados Unidos.

Por tanto, como afirmaba el Fondo Monetario Internacional en su análisis de la situación financiera en España⁴, ver diapositiva siguiente, la mayor parte de la contracción del crédito está por venir y será no solo inevitable sino deseable.

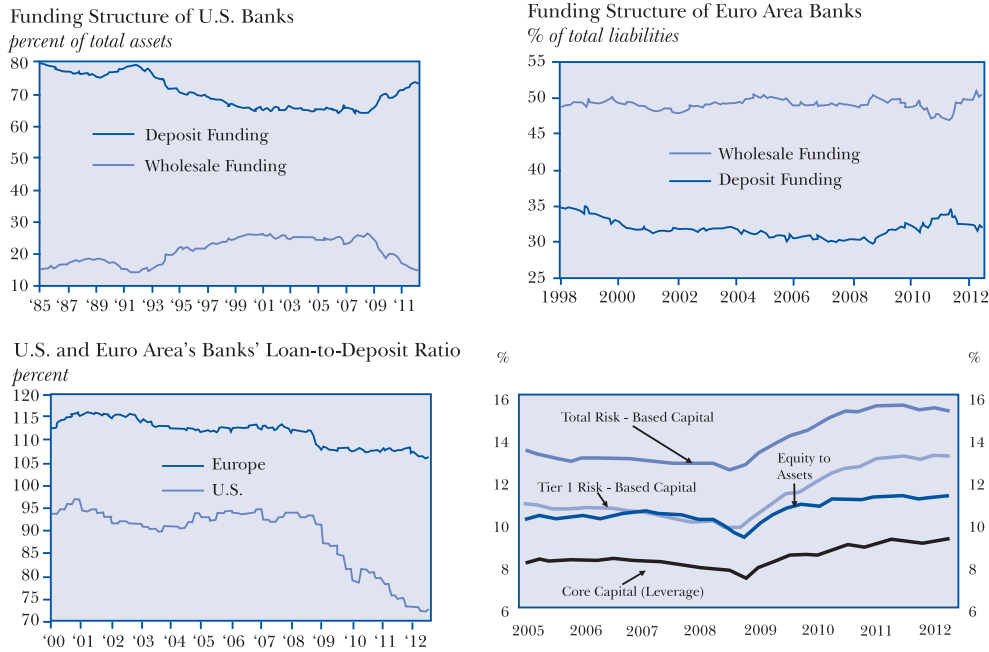
² Ver IMF, Global Financial Stability Report, 2011.

³ Unos muchos años, aunque no pueda descartarse que, como en el caso de la ley Sarbanes-Oxley, los excesos de regulación acaben corrigiéndose con el tiempo. Pero queda mucho por purgar todavía.

⁴ Fondo Monetario Internacional, *Staff Report* con motivo de la consulta anual del llamado artículo IV en julio 2012.



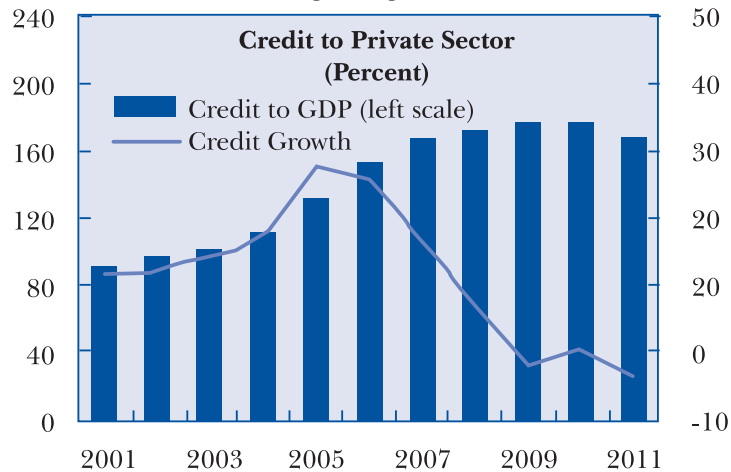
GRÁFICO 1. NUEVO ESCENARIO FINANCIERO: EL CONTEXTO AMERICANO



Fuente: Institute of International Finance. Capital Markets. Report, 2012.

GRÁFICO 2. ESPAÑA: UN DESAPALANCAMIENTO PENDIENTE

Deleveraging has started, but could be prolonged and continue to weigh on growth.



Fuente: IMF article IV Consultation. Spain, July 2012.

En el caso español, este proceso de desapalancamiento típico de toda crisis de deuda hay que enmarcarlo en las dificultades europeas para poner en marcha una verdadera unión bancaria que termine con la asimetría de la cesión de la capacidad de prestamista de última instancia a una autoridad supranacional que no se ha visto acompañada de un proceso paralelo de creación de un mecanismo de intervención de liquidez y solvencia europeo, un *backstop* creíble. En definitiva, «si no se reconcilia en una misma autoridad política la función de emisión de moneda –de prestamista de última instancia– y la de emisor de deuda soberana –la Tesorería–. En caso contrario, solo quedan los tipos de cambio variables, con flotación más o menos limpia, lo que nos devuelve a la gestión de la autonomía cambiaria, y a la posibilidad de ruptura del euro si la Unión Monetaria Europea se queda en un sistema multilateral de tipos de cambio fijo... El edificio constitucional del euro tiene que completarse con una Unión Bancaria, Fiscal y Política. Esa es la tarea importante a realizar. Pero hay acciones urgentes, que son imprescindibles si no queremos que el euro se nos muera entre las manos. Lo urgente es la puesta en marcha de un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea y de unas reglas fiscales ex ante que permitan al BCE actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero porque el coste de su eventual recapitalización será asumido por los gobiernos de turno⁵.

Aunque suene duro decirlo, y más aún escribirlo, el euro tal y como lo conocemos ha muerto⁶ y cuanto antes lo enterremos mejor. Desde el punto de vista de la economía normativa, hay consenso académico, con miles de matices obviamente como corresponde al oficio de pensar, en que si queremos evitar la catástrofe, la Unión Económica y Monetaria tiene que convertirse en una Unión Bancaria, Fiscal y Política. En mi opi-

nión por ese orden porque el orden de factores sí puede alterar el producto en las crisis cambiarias, y ésta sin duda lo es. 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 buenos sea al menos el mismo activo que ese mismo euro depositado en un banco alemán malo.

La Unión Fiscal no exige armonizar impuestos y gasto público, los países podrán seguir pudiendo elegir la combinación que satisfaga sus preferencias sociales. Pero obliga a tener a nivel europeo, reglas creíbles y automáticas –sin espacio a la negociación política ex post– de déficit, deuda y gasto nominal, un fondo de estabilización permanente, que puede bien ser el recién desarrollado MEDE mejorado, y una autoridad con capacidad de hacer cumplir las normas, el Ministerio de Hacienda europeo que pedía Trichet o el supercomisario en terminología alemana. Pero no nos hagamos trampas, es cierto que la unión bancaria significa una mutualización del riesgo bancario que puede terminar en riesgo del contribuyente. Y que una Unión Fiscal conduce inexorablemente a algún tipo de deuda pública europea, los famosos eurobonos. Precisamente por eso es tan importante que haya seguridad sobre el nivel de contingencia fiscal que asume el contribuyente europeo, que las reglas sean creíbles y el proceso controlado desde su inicio.

Por ese mismo motivo, hace falta avanzar hacia alguna forma de Unión Política, porque como sabemos dese la revolución del té en Boston, «no puede haber impuestos sin representación política». Un cesión de soberanía monetaria, financiera y fiscal como la que significa la refundación del euro para hacer sostenible la Unión Monetaria no es concebible sin un proceso que le dé visualización política, que cree autoridades europeas legítimas y democráticas; no es posible sin una reforma del Tratado constituyente. Lo acaba de reconocer el ministro de Hacienda alemán al solicitar que el presidente del Consejo del euro se elija por sufragio universal directo y

⁵ Ver Fernando Fernández, *Al Rescate del euro*, Papel Especial Faes N° 63, octubre 2012, Madrid.

⁶ Quizás por eso, muchos economistas utilizan eufemismos como el euro 2.0 o *Maastricht revisited*. Pero las palabras no deben disminuir el sentido de urgencia de la refundación.



secreto entre todos los ciudadanos de la Euro Zona.

Esto es lo que debería pasar; la alternativa, lo que me temo va a pasar, es un proceso de más incertidumbre, volatilidad y recesión, con riesgo permanente de descarrilamiento y sin descartar una posible ruptura que sería catastrófica. Pero sin llegar a eso, un escenario de continuidad, de incertidumbre y mantenimiento del riesgo de denominación, como se llama ahora en el euro al riesgo de divisa, el desapalancamiento forzoso al que se vería obligado el sistema financiero español sería dramático, rápido y masivo, algo parecido a lo que Ricardo Hausmann llama un «*sudden stop*».

3. EL PROCESO DE SANEAMIENTO DE LA BANCA ESPAÑOLA PREVIO AL MEMORÁNDUM OF UNDERSTANDING

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 internacionales⁷, 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.

En concreto, el sistema financiero español presentaba tres problemas diferentes pero relacionados. El primero es su insuficiente capitalización, producto del crecimiento descontrolado durante los años del boom inmobiliario y de crédito y de la ausencia de una política regulatoria y preventiva adecuada, sobre todo en lo que se refiere a la concentración del riesgo inmobiliario. El segundo el

peso singular, único en el mundo, que hasta ahora han tenido unas instituciones atípicas llamadas Cajas de Ahorro, entidades sin fines de lucro nacidas de las sociedad civil que han permanecido relativamente inmunes a la disciplina del mercado –por muy insuficiente que ésta haya demostrado ser– y que han acabado capturadas por una atípica coalición de gestores accidentales y gobiernos autonómicos con el riesgo político y regulatorio que ello ha implicado. El tercer problema responde a la excesiva intermediación bancaria, siendo los bancos tanto los principales captadores de ahorro en detrimento de otras instituciones financieras –son las gestoras bancarias las que dominan absolutamente el mercado de ahorro institucional, i.e. fondos de inversión y pensiones–, como la principal si no exclusiva fuente de financiación del sector productivo de la economía española. El 80% de la financiación de las empresas españolas proviene del sector bancario.

En este contexto, era incuestionable que el nuevo escenario iba a ser uno de menor crédito y crédito más caro. Por ello las políticas adecuadas exigían además de recapitalizar el sector, aumentar el ahorro a largo plazo de la sociedad española, y evitar así su elevada vulnerabilidad exterior y desarrollar fuentes alternativas de financiación para la economía productiva. Fuentes privadas y sostenibles, lo que excluye obviamente la potenciación ilimitada del ICO y de los Institutos Autonómicos de Finanzas.

El crecimiento del crédito en la economía española ha llegado a alcanzar cuatro veces el PIB nominal y ha sido estimulado por una política monetaria excepcionalmente expansiva para las condiciones de la economía española desde nuestra entrada en el Área Euro; una expansión importada a la que el Banco de España, pese a algunos indudables aciertos, no ha sabido responder con medidas prudenciales correctoras, y a la que la política fiscal ha permanecido ajena. Como consecuencia, el sector financiero español adolece de un exceso de capacidad instalada tanto en número de entidades de depósito, como de sucursales, empleados bancarios, cajeros automáticos, etc. Presenta unos balances deteriorados por el peso de los activos tóxicos –exposición

⁷ Ver Oliver Wyman, *Asset Quality Review and Bottom-Up Stress Test Exercise*, 28 de septiembre de 2012.



preponderante al crédito promotor e inmobiliario— y que pueden complicarse aún más con la crisis de la deuda soberana europea. Y tiene, por último, escasa capacidad de generación de beneficios futuros, pues en el escenario previsible, los bancos españoles tendrán serios problemas para generar suficiente flujo de caja para disminuir gradualmente su dependencia de la financiación externa. Estos problemas obligaban a una necesaria y urgente recapitalización que se hace aún más perentoria a la luz de los acuerdos internacionales conocidos como Basilea III.

La crisis se ha cebado con especial intensidad en las Cajas de Ahorros, unas instituciones que en mi opinión han muerto de éxito porque respondían a otra época del desarrollo económico y social de nuestro país, una época caracterizada por la exclusión financiera y la necesidad de banquizar el país. Lo cierto es que su especial naturaleza jurídica ha debilitado los esquemas de control interno, las ha convertido en fáciles presas del boom inmobiliario y de las aventuras inversoras de las Comunidades Autónomas, y a la hora de la verdad ha imposibilitado su recapitalización con capital privado, siendo ellas mismas parcialmente culpables por las dificultades que en su día impusieron al desarrollo de las cuotas participativas; unos instrumentos de casi *equity* que podían haber resultado atractivos en la época de expansión y facilitado la participación del sector privado en la recapitalización minimizando el coste potencial para el contribuyente.

Las vías de solución puestas en marcha por el FROB I —saneamiento, aumento de provisiones y fusiones frías conocidas como SIPs, y sobre todo el FROB II, su conversión en bancos comerciales manteniendo el control, han resultado claramente insuficientes, en algunos casos hasta equivocadas y han exigido finalmente una rectificación en toda regla. requieren corrección. Un balance crítico del saneamiento intentado en 2009-2011 ha de concluir que ha sido un fracaso en toda regla. Las experiencias habidas:

- (i) no han resultado atractivas para la banca extranjera y no han aportado nuevo capital internacional

- (ii) no han servido para incorporar socios gestores de prestigio
- (iii) no se han traducido en entidades más sólidas ni solventes, sino simplemente más grandes convirtiendo de algún modo a todas las entidades resultantes en sistémicas
- (iv) no han mejorado la transparencia de los balances ni contribuido a mejorar la credibilidad del sistema financiero español
- (v) no han resuelto los problema de gobierno comparativo de la Cajas, permaneciendo éstas como propietarias últimas de los activos tóxicos y del riesgo bancario.
- (vi) parecen haber canibalizado la base de depósitos del sistema financiero español, quedando así el ahorro doméstico a merced de la evolución bursátil de estas entidades
- (vii) En definitiva, que las Cajas que han podido se han convertido en bancos cotizados con un problema de gobernanza pendiente y en el que se ha abusado del poder comercial de las propias redes minoristas, fagocitando la base de depósitos y creando un severo riesgo de mercado al ahorrador doméstico menos experto. Las que estaban condenadas por la magnitud de su exposición al riesgo promotor e inmobiliario y por su deficiente gestión, han acabado en un problema de solvencia con independencia o no de su conversión en bancos comerciales. Finalmente el FROB ha acabado teniendo que hacerse cargo de ellas con un deterioro mayor de su posición patrimonial y a un precio más alto para el contribuyente. Para este viaje no hacían falta estas alforjas.

4. LA NECESIDAD DE UN ESFUERZO DE RECAPITALIZACIÓN DEFINITIVO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

El resultado final dejaba a principios de este año 2012 en el mejor de los casos un sabor agrídulce.



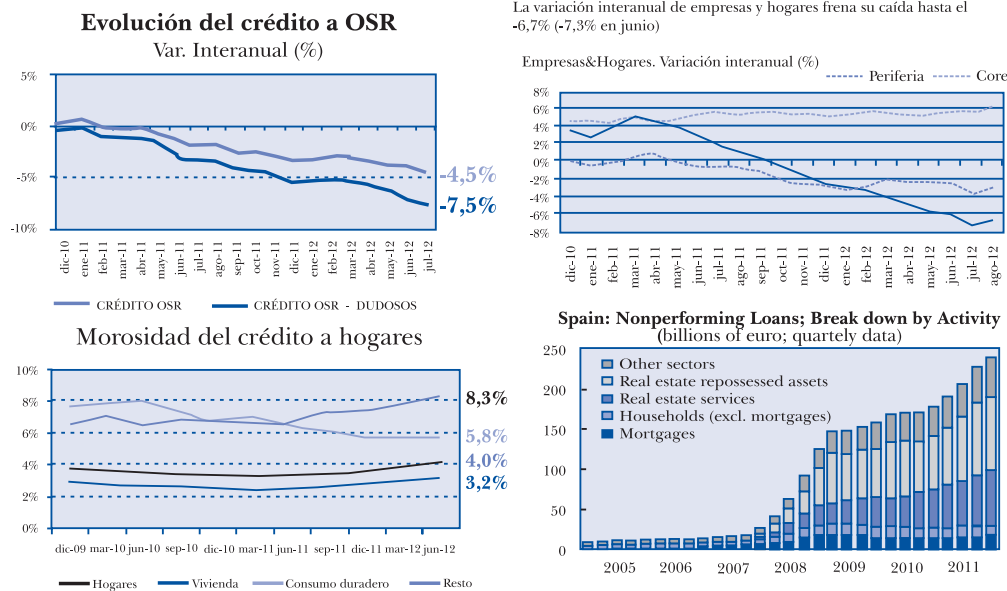
No se había conseguido restablecer la confianza en la solvencia del sistema financiero español y todas las entidades, incluidas las «buenas» seguían penalizadas por la imagen del sistema. Ni se había recuperado el crédito al sector privado, porque *además* las entidades seguían gestionando su balance con la esperanza de evitar ser nacionalizadas. En estas condiciones, quedaban múltiples tareas pendientes⁸:

- (i) Un rápido reconocimiento de las pérdidas en el inmobiliario como la única manera de vaciar el mercado de vivienda,
- (ii) crear un «banco malo» donde depositar los activos tóxicos y permitir a los bancos actuar como tales y no como gestoras de activos tóxicos
- (ii) Aprobar un estatuto especial de Fundaciones Financieras para resolver definitivamente los problemas de buen gobierno en Cajas-Bancos

- (iv) Reforzar la transparencia y *accountability* en la reordenación del sector
- (v) Acudir al fondo europeo de Estabilidad Financiera para hacer posible financiar la recapitalización pendiente
- (vi) Y crear un fondo de garantía de depósitos y un mecanismo de resolución bancaria único para la Euro Zona.

La situación del sistema financiero español, no invitaba al optimismo. Como se observa en la diapositiva siguiente, la evolución del crédito al sector privado seguía contrayéndose, la morosidad creciendo y la magnitud de los créditos fallidos en los balances bancarios seguía por encima del 20% del PIB.

GRÁFICO 3. ESPAÑA: SISTEMA BANCARIO



Fuente: Bankia, BCE, FMI, en base a Banco de España.

⁸ Como afirmé en una conferencia organizada conjuntamente por Fedea y la Fundación de Estudios Financieros titulada *Propuestas para un Crecimiento Sostenido de la Economía Española*, Madrid 19 de septiembre de 2011.



Se hacía pues urgente una recapitalización que ésta vez habría de ser definitiva. Las condiciones internacionales hacían necesaria la participación externa, tanto para afrontar el problema de confianza como por cuanto la crisis del euro hacía impensable que el Tesoro español pudiera tener capacidad de financiación suficiente en un contexto en el que la Unión Monetaria había dejado de funcionar. Crisis soberana y crisis bancaria se alimentaban mutuamente en un círculo vicioso que amenazaba llevarse por delante a la economía española. Un escenario a la griega era cada vez menos impensable. Para evitarlo, el gobierno español decidió sentar un precedente y solicitar ayuda para la recapitalización del sistema financiero, poniendo en marcha un proceso que está sentando las bases de lo que será la unión bancaria europea. Un proceso no exento de riesgos, no solo de política interna en cuanto que suponía una cesión de soberanía en términos financieros del que no había precedente, sino también europea en la medida en que forzaba a crear un único supervisor y una autoridad de resolución bancaria auténticamente europea. Como era previsible, las dudas de los políticos europeos han retrasado el proceso, sobre todo si lo comparamos con el caso americano donde el sistema bancario se nacionalizó prácticamente en un fin de semana⁹, pero se ha puesto finalmente en marcha un mecanismo que permitirá al área Euro disponer en el futuro de un banco central normal, con capacidad de actuar de prestamista de última instancia del sistema financiero, de un regulador y un supervisor bancario para todo el área de la moneda única, y de un mecanismo de estabilización que acuda, con condiciones en ayuda del soberano que se enfrenta a una crisis de credibilidad de su permanencia en el área euro. Eso es lo que significa la decisión adoptada en verano por el BCE bajo el liderazgo de su nuevo presidente Mario Draghi y que se conoce por sus siglas en inglés, como la OMT.

La reforma en marcha en España (la del *Memorandum of Understanding* y el decreto de agosto) garantiza la financiación necesaria para la recapitalización del sistema. Hay un crédito disponible de 1000,000 millones de euros de los que finalmente parece que se van a necesitar solo unos 40,000m. Soluciona el problema de credibilidad de los balances. Poco más se puede hacer que abrir las cuentas de los bancos españoles a la supervisión internacional de auditoras, evaluadoras, BCE, FMI, Comisión. Prácticamente todo el que tenía algún interés, y también el que tenía simple curiosidad, ha podido ver las tripas de los bancos españoles. Siempre se puede concebir un escenario macro-financiero en el que un sistema bancario esté quebrado, en el caso de los países del euro es particularmente sencillo basta con suponer que la probabilidad de ruptura de la moneda única está cercana a uno. Pero no ha habido nunca un esfuerzo de transparencia semejante, siquiera sea porque el proceso no ha estado dirigido por las autoridades nacionales, siempre tendentes a dulcificar la magnitud del ajuste, sino sujeto a la Troika.

Se he creado también el *banco malo*, sociedad de gestión de activos tóxicos a la irlandesa que finalmente se denominará SAREB y a que a la fecha de escribir este artículo está a punto de ser operativa, conociéndose el precio de transferencia de los activos y que supone instalarse en el escenario estresado de los test de Oliver & Wyman, y que supondrá pérdidas añadidas para todo el sector, pues es difícil imaginar que los auditores arriesguen valoraciones diferentes para activos semejantes simplemente por estar depositados en bancos nacionalizados o no. Y finalmente el problema de exceso de capacidad será abordado con la aprobación de los planes de restructuración de las entidades que hayan necesitado inyección de capital público. Hay que ser cuidadoso en este tema, pues el objeto de estos planes no debe ser otro que mantener entidades viables y competitivas que puedan devolver el dinero prestado y minimizar el coste del contribuyente. No debe recaer exclusivamente sobre las entidades que se consideren viables y necesitadas de ayuda temporal el ajuste de stock, sino que las

⁹ Véase el libro de Memorias del que fuera secretario del Tesoro americano de la época, Henry Paulson, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Nueva York 2010.



autoridades de la Troika deberían considerar la posibilidad de liquidar entidades como un mecanismo más barato y eficaz. Habrá una concentración significativa del sistema financiero español, es una característica observada en todos los procesos de saneamiento bancario en el mundo, pero habrá que evitar una restricción de liquidez excesiva que ponga en peligro la pervivencia del sector corporativo competitivo. La magnitud del desapalancamiento necesario no puede determinarse mecánicamente a priori, sino que será el resultado del propio éxito de la reestructuración bancaria y de la crisis existencial de la moneda única, de la evolución económica de España y del riesgo euro.

Pero todos estos esfuerzos resultarán insuficientes si no se logra aumentar el ahorro a largo plazo de la economía española. Ésta no puede

seguir financiándose indefinidamente con cargo al exterior. La restricción de liquidez a la que se enfrenta la economía española no es pasajera. Responde a una reevaluación tanto de las posibilidades de crecimiento de la economía, como del riesgo de impago por los elevados niveles de endeudamiento alcanzados y por las condiciones asociadas a un eventual rescate europeo, la llamada eufemísticamente participación del sector privado en la resolución de la crisis. Solo hay una manera de evitar un ajuste excesivamente contractivo –no nos hagamos trampas en el solitario, todos los ajustes lo son– que reduzca drásticamente la inversión y el potencial de crecimiento, elevar el ahorro interno. La única manera de hacerlo es fomentando el ahorro previsional, favoreciendo los fondos de inversión privados. Una medida que se echa en falta en el debate de política económica actual.



LA FINANCIACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA: EL IMPACTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Óscar Arce

El sistema bancario español se halla en estos momentos inmerso en un contexto de elevada incertidumbre, que está determinando en gran medida sus posibilidades y estrategias de financiación. Este escenario, cuya complejidad no conoce precedentes recientes, es el fruto de la conjunción de distintos factores. Así, a la propia situación de debilidad patrimonial a la que se enfrenta una parte significativa del sector se ha añadido, conforme avanzaba la crisis, un escenario macroeconómico recesivo que impone un elevado lastre a las posibilidades de recuperación del ritmo de actividad del sector y amenaza con prolongar y ahondar el deterioro de sus carteras de activos crediticios.

En los últimos dos años, aproximadamente, el efecto restrictivo que los factores anteriores han impreso sobre las condiciones en que se financian las entidades de crédito domésticas se ha visto amplificado por la crisis de deuda soberana. En efecto, el elevado grado de tensionamiento que desde primavera de 2010 se ha venido observando en los mercados de deuda pública de algunos países del área del euro, incluyendo el español, ha terminado traducándose en una restricción adicional para el normal funcionamiento de los canales de financiación bancaria. Este factor restrictivo se ha dejado sentir con especial intensidad en nuestro país debido a las elevadas necesidades de financiación de las entidades españolas, a su alta dependencia de los mercados de financiación mayorista y a la propia persistencia de las tensiones que afectan a la deuda soberana.

En relación a este último vínculo entre el riesgo soberano y las condiciones de financiación del sector financiero español, en este artículo se proporciona una aproximación a algunos de los canales a través de los cuales este nexo ha podido verse reforzado en los últimos años. Con este propósito, en la primera parte del artículo se describen los rasgos esenciales que caracterizaron la estrategia de financiación del sector bancario español durante los años que precedieron a la crisis. A continuación, se analiza el impacto de la crisis sobre el abanico de posibilidades de financiación del sector y, posteriormente, se presentan algunos de los principales canales de transmisión del riesgo soberano al sector financiero y de su posible impacto.

LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR BANCARIO DURANTE EL ÚLTIMO CICLO EXPANSIVO

El fuerte dinamismo de la economía española durante el decenio que precedió a la actual crisis comportó un aumento considerable de las necesidades de financiación del sector privado. Al carácter típicamente procíclico de las decisiones de consumo e inversión de las familias y empresas se unió durante la última fase expansiva un intenso crecimiento de la actividad constructora y de la demanda de vivienda por parte de los hogares españoles. El auge de la actividad inmobiliaria, tanto en su vertiente de oferta (promoción y construcción) como de demanda final (adquisición de



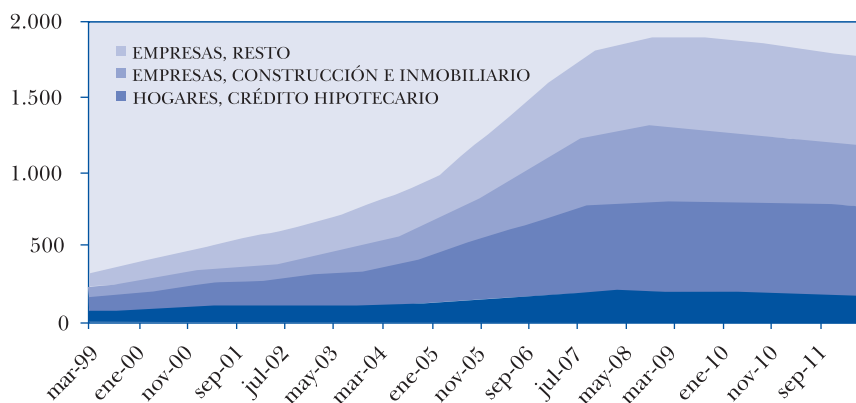
bienes inmuebles por familias y empresas), determinó a su vez un incremento muy acusado en la demanda de crédito bancario que, tal y como sucede en otras economías de nuestro entorno, es el canal dominante de financiación de este tipo de actividades (véase gráfico 1).

Por su parte, en un contexto de crecimiento relativamente moderado de los depósitos (véase gráfico 2), el sector bancario doméstico pudo hacer frente a este aumento de la demanda de crédito a través de la apelación a los mercados mayoristas de financiación. El fuerte apetitivo inversor a nivel global que caracterizó este periodo facilitó la financiación de la banca española en condiciones holgadas.

Entre los canales e instrumentos a través de los cuales se dirigió el flujo de ahorro externo hacia la economía española, destacó, por su

importancia, la emisión de valores con respaldo de activos inmobiliarios, incluyendo las cédulas hipotecarias y, sobre todo, las titulizaciones. De hecho, a finales de 2008, el volumen vivo de titulizaciones hipotecarias emitidas por entidades españolas equivalía a casi la tercera parte del volumen de créditos hipotecarios existentes en ese momento, proporción que superaba la mitad si también se tienen en cuenta los fondos de titulización de cédulas hipotecarias.¹ No obstante, tal y como se desprende de los datos de saldos vivos de titulizaciones a nivel de entidad, el recurso a este tipo de financiación fue muy desigual entre las entidades españolas (véase gráfico 3). En general, las entidades de mayor tamaño, que normalmente cuentan con fuentes de financiación más diversificadas, recurrieron en menor medida a los mercados de titulización.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO POR FINALIDADES
(miles de millones de euros)

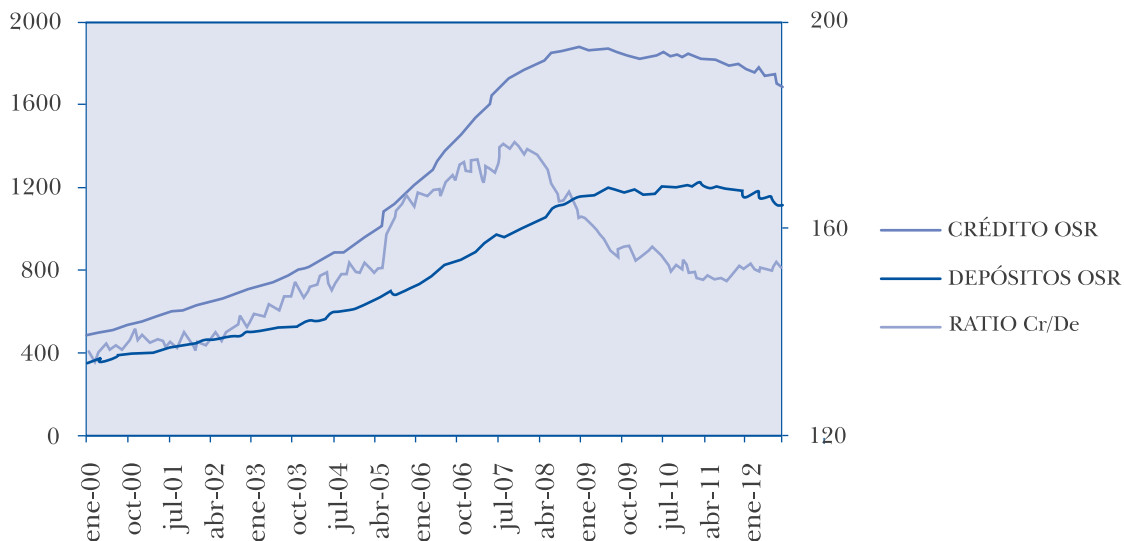


Fuente: Banco de España.

¹ Véase Ó. Arce, A. Ispuerto y R. Martín, «Hacia mercados secundarios de titulización líquidos y eficientes,» Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España (Ed.), Mayo 2012: 75-95.

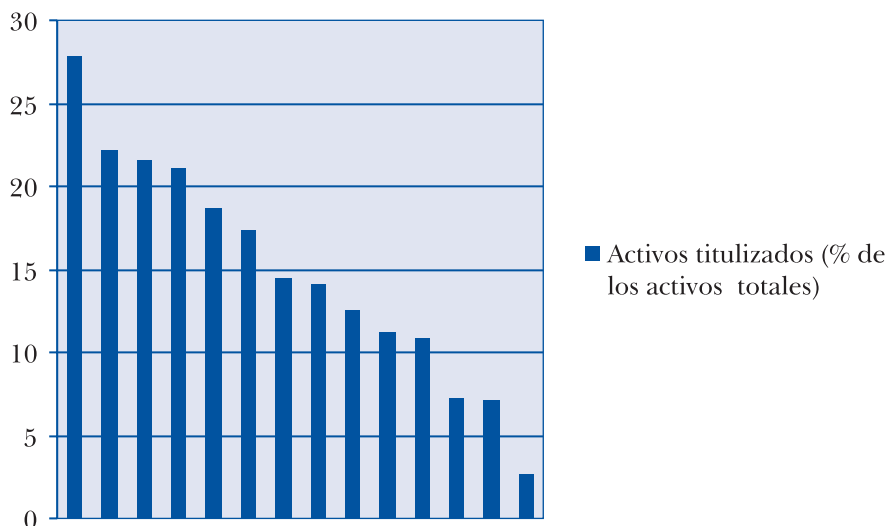


GRÁFICO 2. DEPÓSITOS Y CRÉDITOS OTROS SECTORES RESIDENTES (MILES DE MILLONES DE EUROS, EJE IZQUIERDO) Y RATIO DE CRÉDITOS SOBRE DEPÓSITOS (porcentaje; eje derecho)



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 3. PORCENTAJE DE TITULIZACIONES SOBRE ACTIVOS TOTALES POR ENTIDAD (ANONIMIZADAS)



Fuente: CNMV.



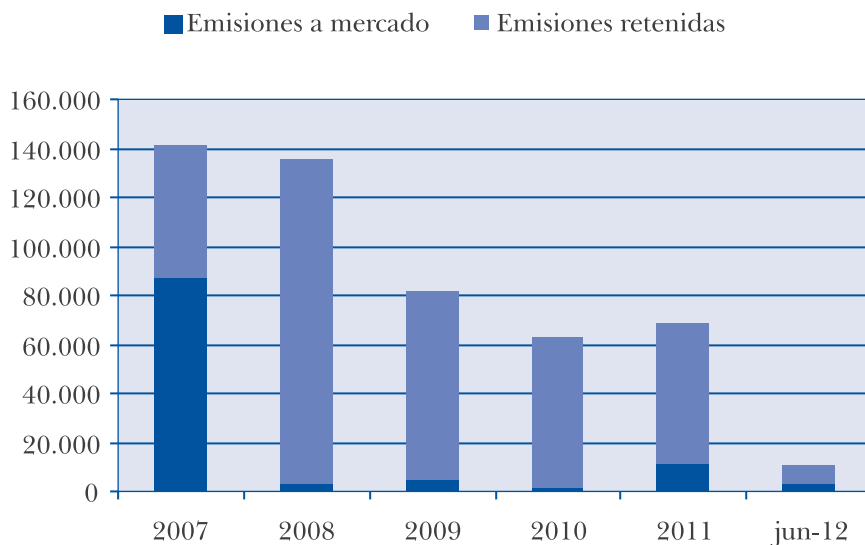
EL IMPACTO DE LA CRISIS

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU., a partir de finales de 2006 supuso un punto de inflexión a nivel global en los mercados de titulización. La incapacidad de varios fondos europeos de titulización con activos *subprime* en sus carteras para atender las crecientes demandas de reembolso llevó en agosto de 2007 a la práctica parálisis de estos mercados. Desde entonces, el volumen de transacciones en los mercados secundarios de titulización y la colocación de nuevas emisiones entre inversores privados han sufrido un retroceso muy intenso, que en el caso de algunos segmentos del mercado ha supuesto su práctica desaparición.

En este escenario, el sistema bancario español sufrió de manera directa el colapso de la que hasta entonces había sido su principal fuente de captación de fondos en los mercados mayoristas

internacionales. No obstante, una buena parte de las entidades de crédito españolas ha mantenido hasta fechas recientes una intensa actividad de titulización, si bien el destino de la mayoría de estas titulaciones ha sido su utilización como garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema. En efecto, entre los años 2009 y 2011, las entidades españolas emitieron titulaciones por un volumen medio anual cercano a los 60.000 millones de euros, aunque solo una parte mínima de estos activos fue colocada a inversores privados (véase gráfico 4). Con todo, la importancia de las titulaciones en la financiación del sistema bancario español, considerando conjuntamente las emisiones retenidas por las propias entidades originadoras y las colocadas en el mercado, queda patente en el hecho de que a finales de 2011 estos instrumentos representaban casi la mitad de los activos vivos de renta fija con vencimiento a largo plazo para el conjunto del sistema financiero doméstico.

GRÁFICO 4. TITULACIONES RETENIDAS POR EL ORIGINADOR Y COLOCADAS EN MERCADO (millones de euros)



Fuente: CNMV.

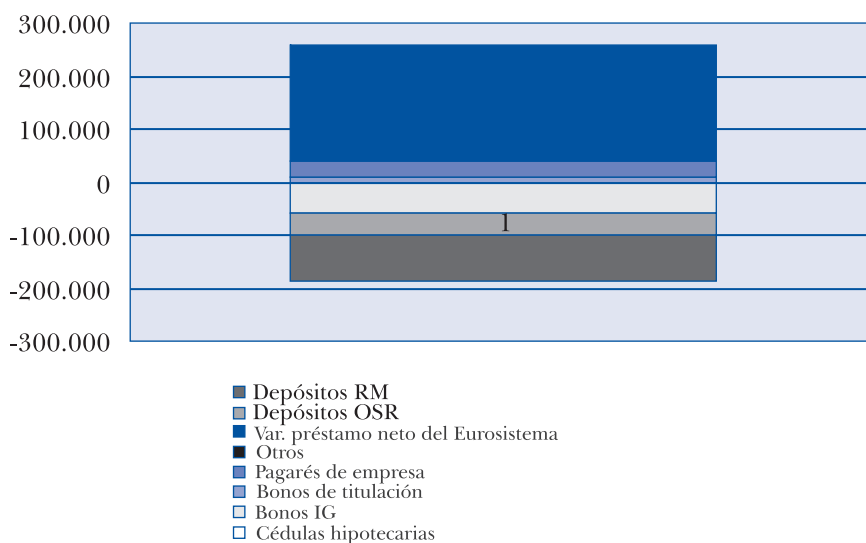
El análisis de los flujos de emisión de titulizaciones, sin embargo, revela que a partir de la segunda mitad de 2011, las entidades de crédito españolas redujeron de manera sustancial su recurso a estos instrumentos. De hecho, durante la primera mitad de 2012, el volumen total de emisiones de titulizaciones apenas alcanzó los 10.000 millones de euros, frente a los más de 60.000 millones emitidos en el conjunto de 2011, cifra similar a la registrada en 2010.

Este fuerte descenso en la actividad titulizadora durante los últimos trimestres ha venido acompañado de cambios notables en algunas de las otras fuentes de financiación recurrente del sistema bancario español. Así, la emisión de bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*) y la constitución de depósitos, tanto por parte de los otros sectores residentes como de agentes extranjeros, se resintió con intensidad durante el primer semestre de 2012, hasta el punto de

registrar descensos netos en ambos casos. No obstante, este descenso fue compensado parcialmente por el aumento de las emisiones de pagarés, que durante ese periodo atrajeron una parte del ahorro anteriormente invertido en depósitos,² y, sobre todo, por la apelación a la financiación ofrecida por el Eurosistema (véase gráfico 5).

Revertir algunas de estas tendencias recientes en la composición de los pasivos de las entidades españolas, hasta alcanzar una composición de su financiación más equilibrada y sostenible, representa uno de los grandes retos del sector durante los próximos años. A corto plazo, tal y como se analiza a continuación, parece imprescindible superar el extraordinario grado de incertidumbre agregada que rodea a la economía española como condición necesaria para la progresiva normalización de los canales privados de financiación bancaria.

GRÁFICO 5. FLUJOS DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR BANCARIO POR INSTRUMENTO
(1^{er} semestre de 2012, millones de euros)



Fuente: Banco de España.

² Para un análisis detallado de la evolución reciente de los depósitos de las entidades españolas, véase J. Martínez-Pagés «Análisis de la evolución reciente de los depósitos bancarios en España», en *Boletín Económico*, septiembre 2012, Banco de España.



RIESGO SOBERANO Y FINANCIACIÓN BANCARIA

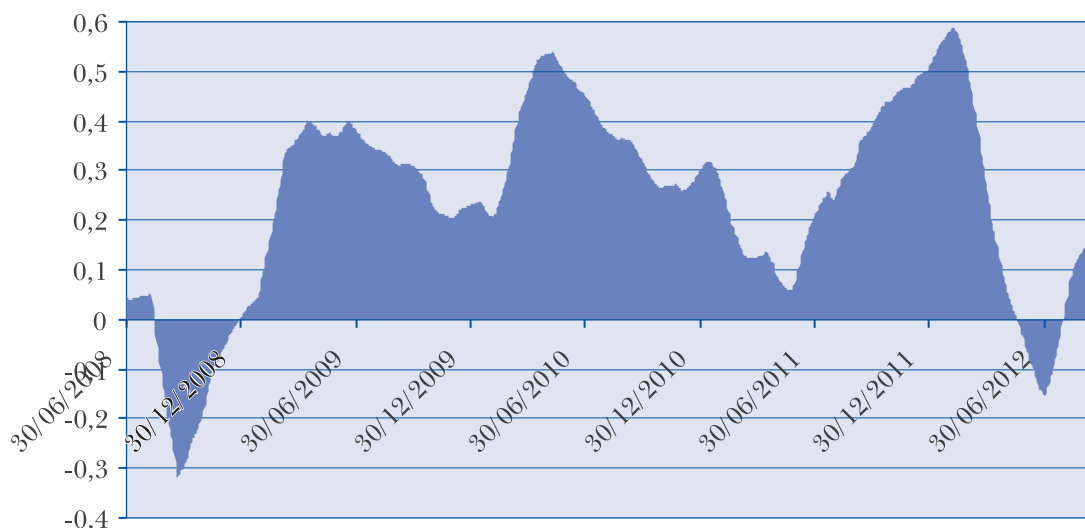
Existen pocas dudas acerca del origen, esencialmente financiero, de la actual crisis económica que afecta todavía a una parte importante de las principales economías avanzadas. La materialización de los excesivos riesgos concentrados en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense fue el detonante de las primeras turbulencias financieras en 2007. Además del impacto directo que provocaron las pérdidas sufridas por este tipo de activos en los balances de muchas entidades financieras de todo el mundo, la crisis *subprime* desencadenó la práctica parálisis de algunos de los mercados de financiación mayoristas más importantes, incluyendo los interbancarios, los de titulizaciones y varios segmentos no organizados (*over the counter*, OTC) de los mercados de financiación a muy corto plazo. El súbito aumento en la percepción del riesgo de contraparte que se produjo, sobre todo, tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, reflejó la creencia inversora de que las carteras de un buen número de entidades de todo el mundo podían estar expuestas a riesgos importantes de naturaleza muy diversa.

La intervención por parte de las autoridades públicas, incluyendo bancos centrales y gobiernos, para mitigar el elevado riesgo sistémico que en esos momentos existía en el sistema financiero internacional evitó su colapso. Sin embargo, los compromisos explícitos e implícitos de apoyo a la estabilidad del sistema financiero dieron lugar a una progresiva asunción de riesgos por parte de las autoridades fiscales. Posteriormente, la constatación de que la crisis financiera era el preludio de una crisis económica de gran envergadura dio paso a una preocupación creciente acerca de la fortaleza fiscal de algunas economías. La crisis de deuda pública griega, que se hizo especialmente patenete a partir de finales del último trimestre de 2009, provocó que estas preocupaciones de naturaleza fiscal se focalizasen

sobre todo en las economías europeas más vulnerables. Así, a partir de la primavera de 2010, coincidiendo con la intensificación de la crisis en Grecia, los mercados de deuda soberana de países como Irlanda, Portugal, España e Italia comenzaron a tensionarse, registrando fuertes aumentos en sus indicadores de riesgo de crédito hasta niveles de máximos en el periodo posterior a la puesta en marcha del proyecto de la moneda única.

En ese contexto, el endurecimiento en las condiciones de financiación de los tesoros públicos de algunas economías europeas, incluida la española, comenzó a afectar con creciente intensidad al resto de agentes económicos. En el caso del sector bancario, su exposición típicamente elevada a instrumentos de deuda pública y la sensibilidad de su negocio y de la calidad de sus activos frente a las vicisitudes macroeconómicas, junto con la existencia de algunos mecanismos de apoyo público al sector antes señalada, actuaron como factores amplificadores de la traslación del mayor nivel de riesgo soberano hacia el sector financiero.

El gráfico 6 contiene la evolución desde las fases tempranas de la crisis de un indicador estadístico que pretende aproximar la intensidad de la transmisión de riesgos entre el sector público y el sector financiero en España. En particular, este indicador estima la proporción de las variaciones no previsibles en las cotizaciones de los *credit default swaps* (CDS), referidos a la deuda pública española y a una combinación representativa de las principales entidades financieras del país, que son atribuibles, en términos netos, a perturbaciones en los precios de los CDS del otro sector. Por ejemplo, un valor positivo de 0,5 indica que la mitad de la variación no predecible del índice de CDS del sector financiero es atribuible, descontando efectos de signo opuesto, a movimientos contemporáneos del CDS soberano. De este modo, valores positivos [negativos] más elevados se interpretan como un efecto de transmisión del riesgo del sector público al financiero [del financiero al público] más intenso.

GRÁFICO 6. TRANSMISIÓN DE RIESGO SOBERANO Y FINANCIERO*

Fuente: Ó. Arce y S. Mayordomo (2012), «Contagio de riesgo de crédito entre sectores», documento de trabajo.

* Nota metodológica: Este indicador muestra la diferencia entre el porcentaje de la variación neta de un índice equiponderado de las cotizaciones de los CDS de las principales entidades bancarias que no es debida a la información histórica de los CDS bancarios, sino a los shocks contemporáneos en los riesgos de crédito soberano, y la variación neta opuesta, esto es, la que captura el efecto sobre el riesgo soberano de los shocks que afectan al nivel de riesgo financiero. El indicador toma valores positivos cuando el efecto de los shocks en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto contrario. El valor de este indicador un día dado se estima a partir de la información disponible en los sesenta días anteriores. Adicionalmente, la serie se suaviza mediante una media móvil de sesenta días.

Con todas las cautelas lógicas a la hora de interpretar esta herramienta cuantitativa, el indicador de transmisión de riesgos sugiere que a raíz de los problemas evidenciados en el sistema financiero internacional que llevaron al colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el sector financiero español, en promedio, estaba contribuyendo en su conjunto a elevar el nivel de riesgo soberano. Posteriormente, en 2009, cuando comenzó a hacerse más evidente la posibilidad de que la crisis financiera viniese acompañada de una crisis económica de calado, el indicador de transmisión de riesgos invirtió su signo, lo que revelaría que la principal fuente de transmisión neta riesgo a partir de ese momento pasó a ser la deuda soberana. En efecto, el indicador alcanzó los valores máximos registrados hasta ese momento en los meses centrales de 2010, coincidiendo con la intensificación de las turbulencias en mercados de deuda pública europea que siguió al empeoramiento de la situación en Grecia. Desde entonces, con algunas excepciones, el

principal foco de transmisión de riesgo habría sido, según este indicador, el mercado de deuda pública. En la primavera de 2012 se produjo la más llamativa de estas excepciones cuando, a raíz del episodio de la nacionalización de Bankia, el sector financiero en su conjunto aparecía como la fuente dominante de generación de riesgos.

Los canales a través de los cuales el riesgo soberano puede transmitirse al sector financiero, y viceversa, pueden ser muy diversos, como se ha señalado antes. No obstante, uno de los mecanismos que durante esa crisis se ha mostrado particularmente activo, y que ha podido tener un especial impacto en las condiciones de financiación de la banca española, es el que opera a través de las calificaciones externas del riesgo de crédito (*ratings*).³ En efecto, a partir de comien-

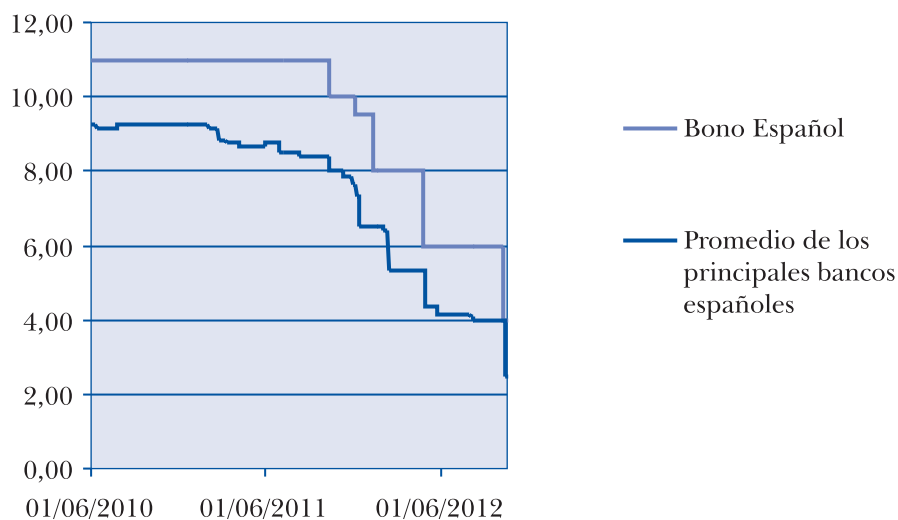
³ Para un análisis relacionado, véase «Los mercados de valores y sus agentes: Situación y perspectivas», en el Boletín de la CNMV del tercer trimestre de 2012.



zos de 2011, cuando las principales agencias de rating comenzaron a aplicar rebajas en la calificación de la deuda soberana española, empezó a observarse una fuerte sincronía en los movimientos del rating soberano y los de la mayor parte del sector financiero doméstico. En concreto,

desde entonces, tras las sucesivas rebajas de rating soberano, se ha venido observando que solo unos días después las agencias calificadoras proceden a ejecutar rebajas de rating masivas que afectan simultáneamente a numerosas entidades bancarias (véase gráfico 7).

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS FINANCIERO SOBERANO Y FINANCIERO



Fuente: Standard & Poors.

Si bien los motivos que pueden provocar esta forma de «contagio» en los ratings de las entidades bancarias pueden ser diversos, los efectos de las rebajas en las calificaciones crediticias de las entidades, como cabría esperar, afectan negativamente a las condiciones en que éstas acceden a los mercados financieros. Al efecto puramente informativo que conlleva una alteración de una calificación crediticia, en la medida en que el cambio de rating proporciona información sobre la opinión de una agencia de calificación acerca de la calidad crediticia de una entidad, se une el derivado de una utilización, en ocasiones, un tanto mecánica de los ratings por parte de los inversores e, incluso, de la propia regulación.

Así, ante una caída del rating de un instrumento por debajo ciertos umbrales comúnmente

adoptados por la industria financiera⁴, no es extraño que determinados inversores institucionales deshagan sus posiciones en dicho instrumento automáticamente. Por otro lado, la rebaja de la calificación de una entidad financiera, en ocasiones, conlleva su incapacidad para participar como una contraparte válida en determinadas operaciones de cobertura de riesgos (por ejemplo, en operaciones de permutas o *swaps*), lo que acarrea una pérdida automática de sus oportunidades de negocio y, en algunos casos, la recalificación de aquellos instrumentos sobre los que la entidad proporcionaba sus garantías.

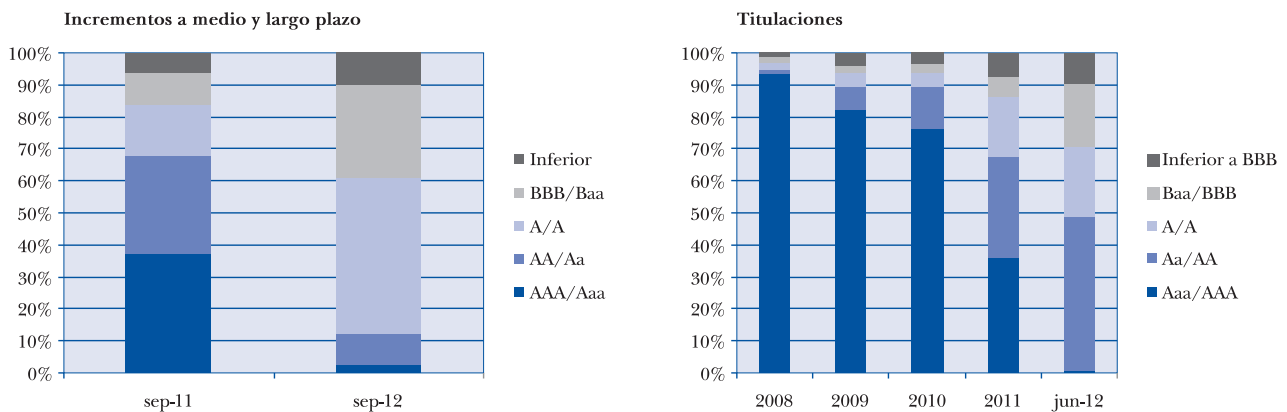
⁴ Por ejemplo, el umbral que separa la categoría de «grado de inversión» (*investment grade*) de la de «alto rendimiento» (*high yield*).



Volviendo al caso español, las sucesivas rebajas en los ratings de las entidades españolas en los últimos trimestres han tenido un efecto muy adverso sobre las calificaciones de los instrumentos de renta fija. Así, entre septiembre de 2011 y el mismo mes de 2012, paralelamente a los descensos en las calificaciones de las entidades, el importe relativo de los instrumentos con vencimiento a medio y largo plazo con calificación AA o AAA se redujo desde, aproximadamente, el

70% del volumen total de instrumentos hasta el 10% del mismo (véase panel izquierdo del gráfico 8). Por su parte, los compartimentos (*tranches*) de titulaciones con rating original AAA prácticamente habían desaparecido a mediados de 2012, cuando hasta 2010, es decir, tres años después de la paralización de los mercados mundiales de titulización, más de las tres cuartas partes de la titulaciones españolas conservaban la máxima calificación crediticia.

GRÁFICO 8. DISTRIBUCIÓN DE LOS RATINGS DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO DE ENTIDADES ESPAÑOLAS (en porcentaje sobre el total)



Fuente: CNMV.

En definitiva, el aumento de las tensiones en el mercado de deuda soberana a partir de la segunda mitad de 2010 ha elevado la percepción del riesgo presente en el sistema financiero español, influyendo en gran medida en las condiciones de financiación de las entidades financieras domésticas. Una de las consecuencias más visibles de esta transmisión de riesgos entre el sector público y el financiero, que en ocasiones y según qué entidades puede ocurrir en sentido contrario, es la rebaja masiva y simultánea de los ratings de las entidades financieras y de sus instrumentos de renta fija, que de forma recurrente se ha producido recientemente ante descensos en el *rating* de la deuda pública. A su vez, este último efecto guarda una estrecha relación con los profundos cambios observados en los últimos tri-

mestres en los patrones de financiación de las entidades bancarias, analizados en este artículo, y especialmente con la fuerte contracción en los canales privados de financiación.

De la anterior observación se deduce que 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. En este sentido, 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 previos de la deuda pública.



ENTIDADES BANCARIAS MEDIANAS: *ESTRATEGIAS EN UN ENTORNO RESTRICTIVO*

Ángel Berges.
Consejero Delegado de AFI y Catedrático de la UAM

0. INTRODUCCIÓN Y SÍNTESIS

En el marco de la jornada de debate sobre desalancamiento, la mesa 4 está dedicada al sistema financiero, y dentro de ella a mí me corresponde centrar la atención en las entidades bancarias medianas, sin duda alguna las más presionadas, por el nuevo entorno restrictivo en los mercados financieros. Esa es la síntesis principal del argumento desarrollado en este artículo, que en primer lugar aborda las necesidades de desalancamiento de las entidades bancarias españolas en un contexto comparativo internacional, y muy especialmente en el área euro, donde la desventaja comparativa de nuestras entidades en el ámbito de la financiación (mayorista, pero también minorista) arroja todo el esfuerzo de reconducción del equilibrio sobre el recorte del crédito, lo cual es especialmente dañino en un país tan «bancarizado» como el nuestro.

La segunda parte del artículo está dedicada específicamente a las entidades bancarias medianas, muchas de ellas procedentes de procesos de concentración que no les han permitido todavía generar sinergias ni reputación, tanto ante los mercados mayoristas como entre sus tradicionales ámbitos minoristas de actuación. Ello, unido a una situación de partida, en dicho grupo de entidades, caracterizado por un desequilibrio más acentuado entre inversión y recursos, sitúa en las mismas el mayor esfuerzo necesario en términos de recorte del crédito y reducción de activos.

I. DESALANCAMIENTO BANCARIO: ESPAÑA EN UN CONTEXTO INTERNACIONAL

La necesidad de las entidades financieras de reconducir sus ratios de apalancamiento, tanto frente a recursos propios como frente a base de depósitos, ha estado encima de la mesa desde el inicio de la crisis; y en ese contexto, no cabe duda que la capacidad de adaptación ha sido mucho más rápida en Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que en el caso del área euro está siendo mucho más lenta la reconducción de los desequilibrios, tanto de solvencia como de liquidez, en las entidades financieras. Ese es el mensaje que, ya en primavera, daba el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su recientemente publicado Global Financial Stability Report (GFSR), del que hemos extraído los dos gráficos 1 y 2, ilustrando el ratio de activos a capital, y de préstamos a depósitos: en ambos casos, la reducción en el apalancamiento está siendo mucho más lenta en el caso europeo que en el de Estados Unidos o Reino Unido.

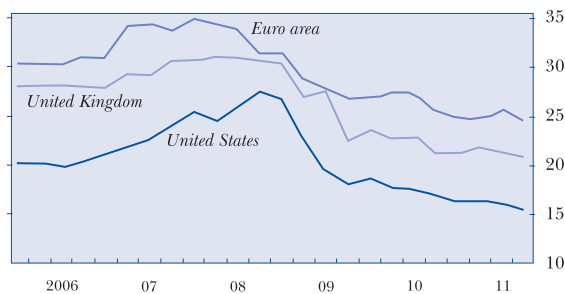
Pero si hay diferencias entre esas tres grandes áreas económicas y financieras, mucho mayores lo son las existentes entre países del área euro, donde el círculo vicioso entre riesgos bancarios y riesgos soberanos (ver gráfico 3) dificulta de manera extraordinaria la reconducción de los desequilibrios en aquellos sistemas bancarios, como el español, más contaminados (en una doble dirección de causalidad) por ese círculo vicioso.



Ese canal de contaminación mutua entre riesgos bancarios y soberanos va a tener también importantes implicaciones sobre el coste de captación de depósitos de clientes. El gráfico 4 es suficientemente representativo de esa contaminación. El mismo refleja el coste de los depósitos a plazo en los países del área euro, clasificados en dos grupos: por un lado los denominados «periféricos», en los que se incluye a Grecia, Irlanda, Portugal y España, y por otro el resto. Puede comprobarse cómo la diferencia de coste entre los dos grupos de países se ha

incrementado significativamente durante los dos últimos años, llevando a situarse en prácticamente un punto porcentual a mediados de 2011. Ello no hace sino recoger el efecto del deterioro que se ha producido en la deuda pública del primer grupo de países, la cual se traslada ineludiblemente al coste de sus depósitos bancarios, en la medida en que los depositantes cuentan con una oportunidad de colocación en su deuda pública en niveles más elevados, lo que sin duda presiona al alza sobre sus exigencias de retribución en los depósitos.

GRÁFICO 1. APALANCAMIENTO BANCARIO (Activos sobre recursos propios)

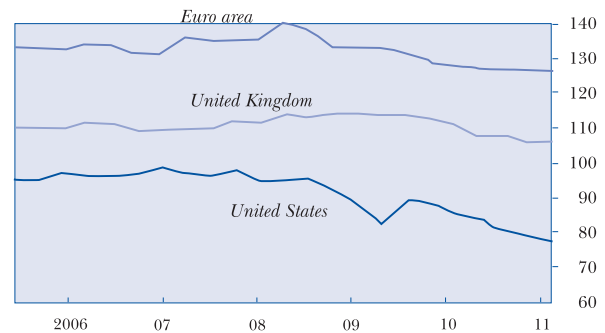


Sources: SNL Financial; and IMF staff estimates.

Note: Tangible assets are adjusted by subtracting derivatives liabilities from tangible assets of European banks. However, some accounting differences may remain. Based on large banks in each economy.

Fuente: Global Financial Stability Report, April 2012, IMF.

GRÁFICO 2. APALANCAMIENTO BANCARIO (Préstamos / Depósitos)



Sources: SNL Financial; and IMF staff estimates.

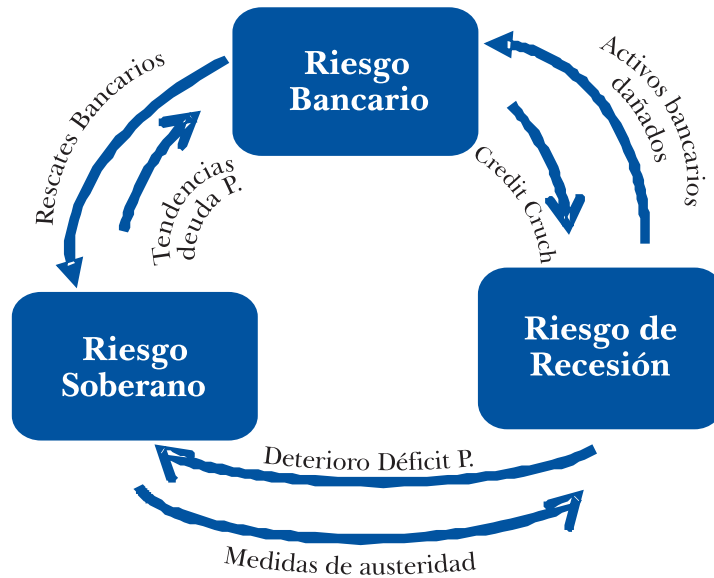
Note: Based on large banks in each economy.

Pero no sólo en el coste de los depósitos se ha producido esa divergencia entre los dos bloques de países («núcleo» y «periferia») del área euro, sino, lo que es más preocupante desde la perspectiva del equilibrio bancario, en el volumen de depósitos, como puede verse en el gráfico 5: mientras los países «núcleo» han venido registrando crecimientos de sus depósitos de forma recurrente, los restantes países, entre ellos el nuestro, se veían incapaces de incrementar su base de depósitos minoristas.

En un contexto semejante, de no crecimiento de los depósitos, el desapalancamiento debía descansar íntegramente sobre el crédito bancario, con el consiguiente efecto realimentador sobre el mencionado círculo vicioso. Eso es lo que se pone de manifiesto en el gráfico 6, que muestra el comportamiento del crédito en los dos bloques de países, con un claro comportamiento divergente entre ambos: mientras en los países «núcleo» el crédito continuaba creciendo, aunque a ritmos reducidos, en los países «periféricos» se producía un fuerte recorte en el crédito vivo.

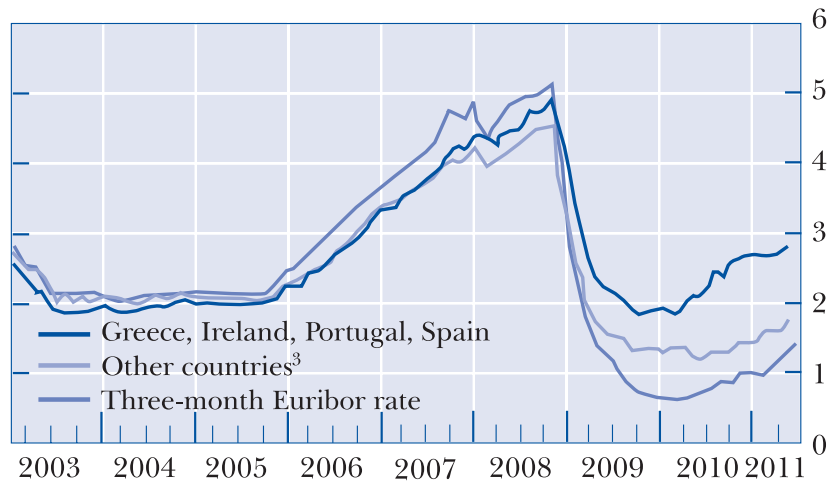


GRÁFICO 3. LAS TRES PIEZAS DEL CIRCULO VICIOSO



Fuente: AFI.

GRÁFICO 4. COSTE DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO



Fuente: ECB, Financial Stability Review, dec. 2011.

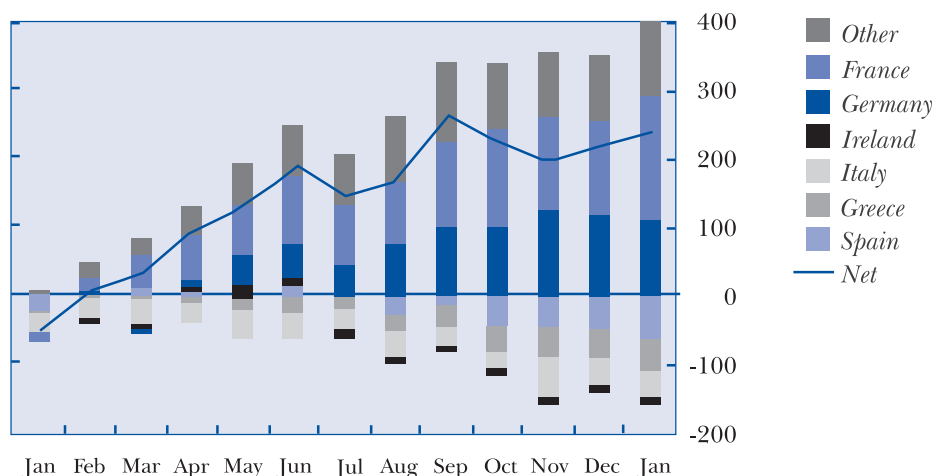


Pero no es sólo cuestión de menor crédito disponible, sino que el que hay incorpora un coste mucho más elevado, como ilustra el gráfico 7. Tanto para hogares como, sobre todo, para empresas, el tipo de interés de los nuevos créditos en los países «periféricos» supera entre 1 y 1,5 puntos porcentuales al correspondiente coste en los países «núcleo». Está fuera de toda duda, por tanto, que el desapalancamiento en el primer

grupo de países (entre ellos el nuestro) descansa íntegramente en un severo recorte del crédito, así como en un encarecimiento del mismo.

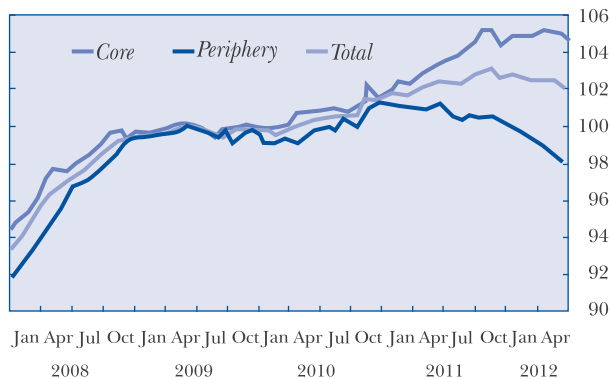
Ello es tanto más preocupante, y alimentador del círculo vicioso anteriormente mencionado, en la medida en que son esos países los que tienen una dependencia más acusada del canal bancario, en cuanto a fuentes de financiación empresarial, como se pone de manifiesto en el gráfico 8.

GRÁFICO 5. DEPÓSITOS BANCARIOS- ÁREA EURO
(bill euros, acumulado 2011-2012)



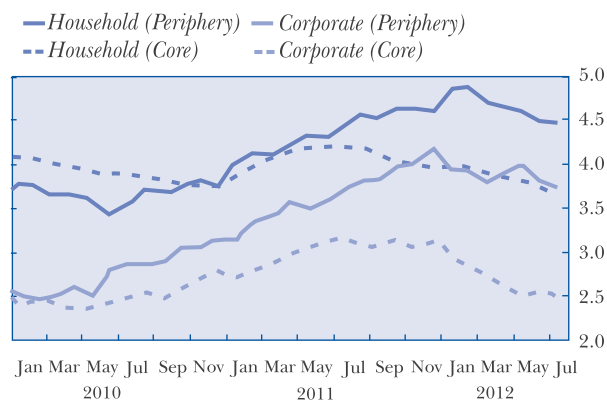
Fuente: *Global Financial Stability Report, April 2012, IMF*

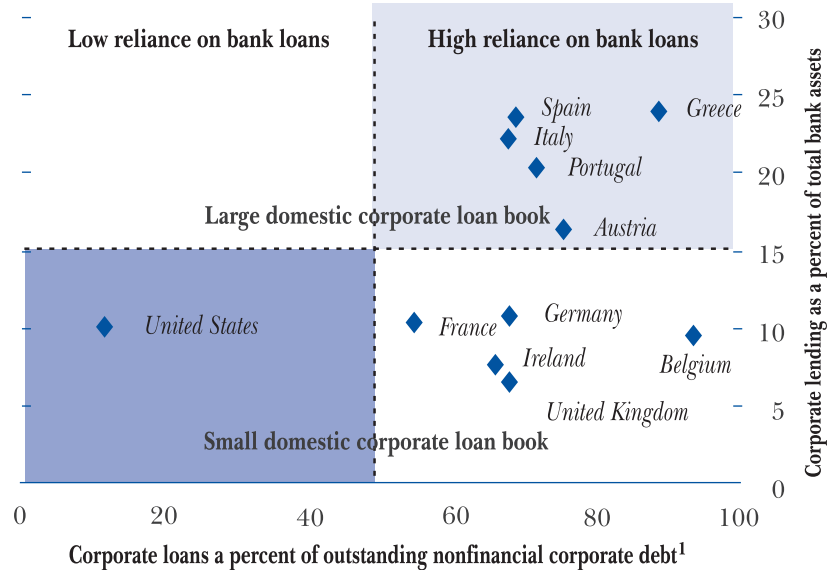
GRÁFICO 6. EL CRÉDITO BANCARIO EN ÁREA EURO



Fuente: *Global Financial Stability Report, April 2012, IMF*

GRÁFICO 7. TASA DE INTERÉS NUEVOS PRÉSTAMOS BANCARIOS



**GRÁFICO 8. DEPENDENCIA DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (en porcentaje)**

¹ Sources: european Central Bank; Eurostat; Federal Reserve, Haver analytics; and IMF staff estimates.
Fuente: Global Financial Stability Report, April 2012, IMF

II. EL DESAPALANCAMIENTO EN LAS ENTIDADES MEDIANAS

Parece fuera de toda duda, por tanto, que el sistema bancario español va a seguir afrontando un proceso de reconducción de sus equilibrios, tanto de liquidez como de solvencia, cuya principal derivada va a ser una importante reducción adicional en el saldo vivo de préstamos, y muy especialmente en la actividad de nueva concesión.

Ahora bien, precisamente porque esa tendencia se daba por descontada, se asumió un proceso de restructuración empresarial en el sector, con el objetivo de saneamiento del mismo previo a un restablecimiento de su actividad crediticia en condiciones normales. Sin embargo, hay que reconocer que el proceso de reestructuración del sistema financiero español, y específicamente el de cajas de ahorros, ha sido dilatado y complejo. En primer lugar, la estimación inicial de la duración e intensidad del deterioro económico probablemente no hizo prever las dificultades que se han ido presentando. Ello hizo que algunas de las iniciativas que se llevaron a cabo para facilitar

el apoyo de los diferentes agentes implicados en el proceso hiciesen consumir un tiempo clave para haber podido terminar antes el proceso, y ha requerido integraciones de «segunda ronda» o incluso, de «tercera ronda» en las que han participado entidades resultantes del primer proceso de integraciones en el año 2010.

Tras la cascada de procesos de integración entre cajas y bancos desde 2010 hasta la actualidad, el censo se ha reducido significativamente, y con ello ha variado la estratificación por tamaños en el sistema bancario español, que quedaría actualmente de la siguiente forma:

- Entidades grandes, con unos activos superiores a 250.000 millones: en él se integran un total de 4 entidades, que quedaría reducidas a 3 (Santander, BBVA, y CaixaBank) si se asume la obligación de Bankia de proceder a un severo recorte de su capacidad, o incluso «troceamiento», que claramente la apartaría de dicho grupo. Las tres entidades eran previamente ya integrantes de dicho grupo de entidades grandes, sin menoscabo



que hayan incorporado alguna entidad adicional en el proceso de reestructuración.

- Entidades medianas, con un tamaño entre 25.000 y 250.000 millones: en dicho grupo se integrarían actualmente un total de 15 entidades, asumiendo la «reentrada» en el mismo de Bankia. Entre ellas se encontrarían tres entidades que ya previamente eran bancos (Popular, Sabadell y Bankinter), dos entidades procedentes del ámbito cooperativo (cooperativas de crédito o grupos cooperativos, como son CRU, y Laboral,) y el resto serían entidades procedentes de concentraciones y/o conversiones en bancos, de antiguas cajas de ahorros.
- Entidades pequeñas (menores de 25.000 millones), y con una orientación territorial, grupo en el que se incluirían unas 40 cooperativas de crédito (cajas rurales y cajas profesionales).

Esos tres grupos de entidades se reparten la práctica totalidad del mercado de intermediación financiera en España, quedando fuera de dichos grupos toda una pléyade de pequeñas entidades «de nicho», así como establecimientos financieros de crédito.

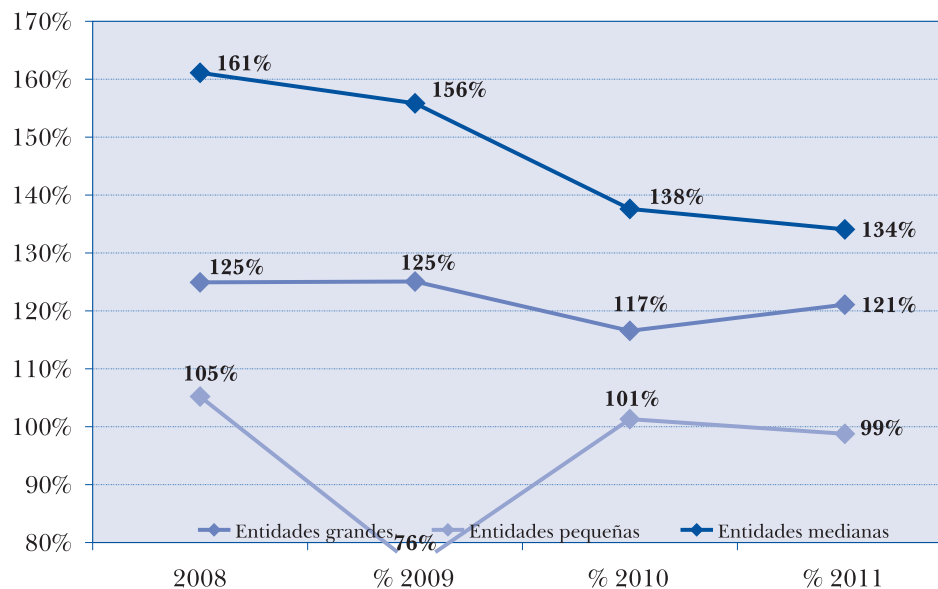
Los dos primeros grupos de entidades acumulan cada uno de ellos una cuota de mercado entre 45% y 50% (dependiendo de si se refiere a oficinas, depósitos o crédito concedido), mientras que el grupo de pequeñas entidades sumarían en torno al 5% de cuota.

Dado que el tema central de la mesa, y en general de toda la jornada, es el del desapalancamiento, centraremos nuestro análisis comparativo de entidades, con especial atención al grupo de entidades medianas, en las necesidades de proceder a dicho desapalancamiento, para lo cual analizaremos la posición de unos y otros grupos en términos de desequilibrios de liquidez y de solvencia.

El gráfico 9 muestra la evolución del ratio entre créditos y depósitos en los tres grupos de entidades, desde el inicio de la crisis. Puede comprobarse cómo dicho ratio se ha reducido en los tres grupos, si bien lo ha hecho más intensamente en el grupo de entidades medianas, que han pasado de 161% a 134%, es decir una corrección de 27 puntos porcentuales. La reducción en dicho ratio ha sido mucho más escasa en los otros dos grupos, el de grandes y el de pequeñas.



GRÁFICO 9. RATIO CRÉDITO / DEPÓSITOS



Nota: Entidades grandes: negocio en España de Santander y BBVA y Caixabank.

Entidades medianas: resto de cajas, Banco Popular, Banco Sabadell y Grupo Cooperativo Cajas Rurales Unidas.

Entidades pequeñas: resto de cooperativas.

* Inversión crediticia depurada de titulaciones y depósitos ex cédulas y titulaciones.

Fuente: Afi, CECA, AEB y UNACC.

La reducción del ratio crédito/depósitos (liquidez estructural) puede conseguirse bien mediante una reducción del numerador (crédito), o incremento del denominador, o a una combinación de ambos. Los gráficos 10, 11, 12 muestran, para cada uno de los grupos, cual ha sido cada año el factor de corrección de ese desequilibrio estructural, distinguiendo entre variación de inversión crediticia (IC), o de depósitos. De dichos gráficos conviene destacar, sobre todo, la considerable estabilidad que viene registrando el grupo de entidades más pequeñas, con crecimientos de depósitos reducidos pero positivos, y una evolución del crédito prácticamente nula (ni crecimiento ni caída) en cada uno de los años. En los otros dos grupos, y muy especialmente en el de medianas, se producen fuertes oscilaciones, sobre todo en el comportamiento de los depósitos, conviviendo crecimientos del 15% en 2010 con caídas del 4% en 2011. La necesidad de des-

apalancamiento provoca que el comportamiento del crédito sea también muy volátil, y siempre por debajo de la evolución de los depósitos.

Adicionalmente, esa evolución tan volátil en los depósitos probablemente estaría recogiendo también los efectos de algunos episodios de «guerra de pasivo» lanzada por algunas de las entidades receptoras de ayudas públicas, que desembocaron en julio de 2011 con la imposición de penalizaciones por los depósitos con remuneración excesiva.

En todo caso, más allá de la evolución registrada hasta la fecha, nos interesa desarrollar algunas reflexiones sobre las estrategias de desapalancamiento que pueden adoptar las entidades medianas en el nuevo entorno de negocio, y sobre todo regulatorio. Concretamente, las entidades medianas deberán proceder a un proceso de recorte del crédito mucho más agresivo que los otros dos grupos de entidades.



GRÁFICO 10. ENTIDADES GRANDES

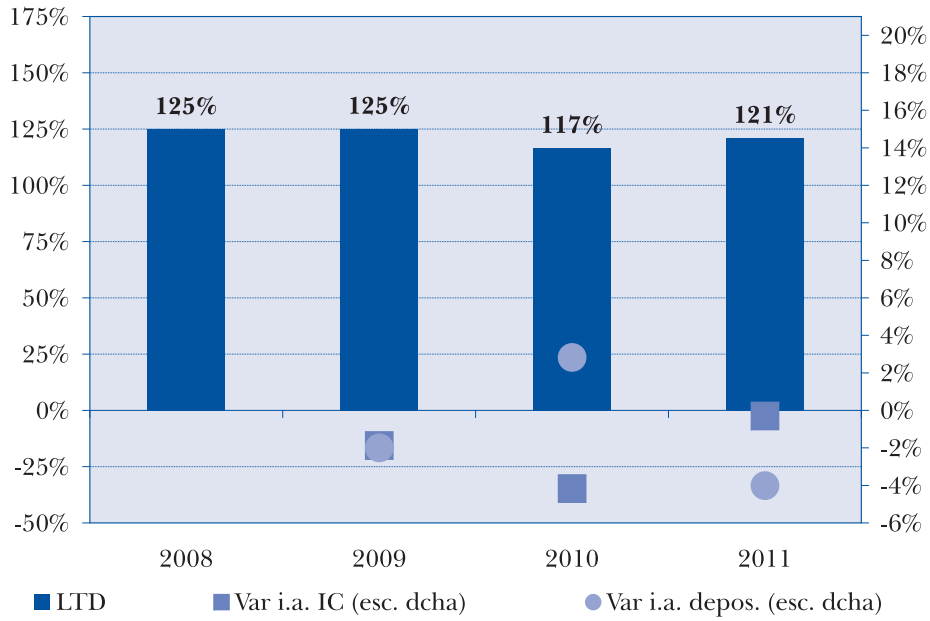


GRÁFICO 11. ENTIDADES MEDIANAS

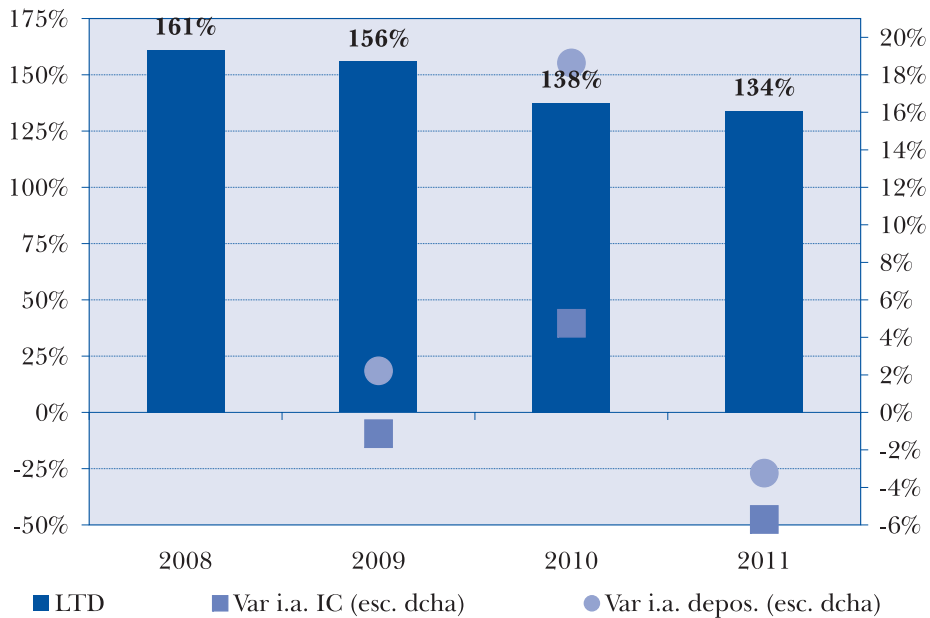
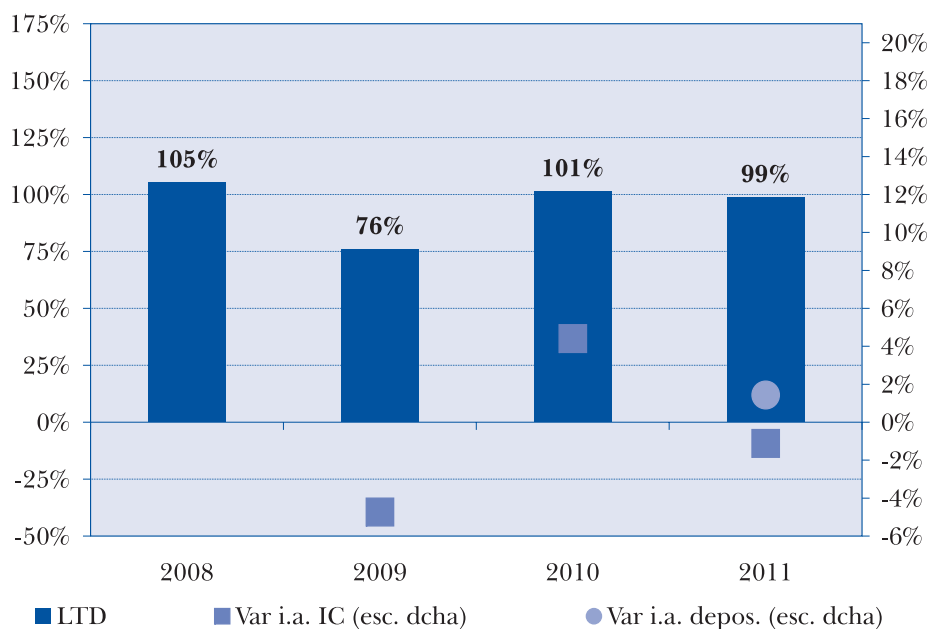


GRÁFICO 12. ENTIDADES PEQUEÑAS



Fuente: * Inversión crediticia depurada de titulaciones y depósitos ex cédulas y titulaciones.

Fuente: Afi, CECA, AEB y UNACC.

En el extremo inferior, las entidades más pequeñas, como se ha mencionado, son predominantemente entidades del ámbito cooperativo, y por tanto con un buen componente de valor de franquicia ante sus clientes, que en la mayoría de los casos son también socios/propietarios de la entidad. Como consecuencia de ellos puede asumirse que cuentan con una base de depósitos mucho más estable que el resto de entidades. Si a ello se une que su crecimiento de crédito en la fase expansiva también fue más moderado que en el resto de entidades, podríamos concluir que ese grupo de entidades más pequeñas apenas va a tener que realizar esfuerzos de desapalancamiento, por cuanto presenta un equilibrio en su liquidez estructural.

En el otro extremo, el de las entidades de mayor dimensión, es cierto que su ratio de liquidez estructural es todavía elevado (121%); pero dichas entidades cuentan con la capacidad y credibilidad suficiente como para apelar al mercado

cuando el mismo presenta oportunidades de colocación. Baste recalcar que del total de emisiones llevadas a cabo por el sistema bancario español en el presente año 2012 (unos 18.000 millones hasta la fecha), el 90% ha sido realizado por alguna de las entidades grandes.

Por el contrario, el grupo de entidades medianas se enfrenta «al peor de los mundos». Su ratio créditos/depositos es todavía, y con gran diferencia, el más elevado de los tres grupos. Pero, contrariamente a las entidades grandes, las del grupo de medianas apenas ha sido capaz de apelar al mercado en los momentos en que el mismo ha presentado «ventanas de emisión» por lo que, en un contexto de extraordinaria dificultad para crecer en depósitos, y con una normativa que penaliza el pago de intereses elevados, parece fuera de toda duda que son dichas entidades medianas las que van a tener que afrontar estrategias más intensas de desapalancamiento por la vía de recorte del crédito y/o enajenación de activos.



A una conclusión similar se llega desde el análisis de la solvencia, y en particular desde los recientes ejercicios de stress en el marco del programa de asistencia financiera al sistema bancario español. Ese ejercicio se realizó sobre un total de 14 entidades del ámbito de bancos y cajas, dejando fuera todo el elenco de entidades cooperativas, en las que se asume que no es necesario capital adicional o que, en caso de necesitarse, los propios socios/cooperativistas podrían aportarlo. Ello implica que ninguna de las entidades del grupo que en este artículo consideramos pequeñas va a verse necesitada de capital. Igualmente, las tres entidades del grupo de las grandes (siempre con el matiz de que Bankia no se halla en dicho grupo) superaron las pruebas de estrés sin necesidad de capital.

Por el contrario, siete de las entidades del grupo de medianas (incluyendo a Bankia en el mismo) resultaron con déficit de capital, en un importe agregado de 54.000 millones de euros. Sin menoscabo del capital que pueda obtenerse directamente del mercado, parece claro que el grueso de la recapitalización en dichas entidades medianas vendrá, bien de venta directa de activos y/o préstamos, o de inyección de capital público, que a su vez vendrá acompañado de fuertes condicionalidades en cuanto a reducción de activos.

De todo ello se deduce, por tanto, que va a ser ese grupo de entidades medianas, y muy especialmente aquellas entidades procedentes de integraciones entre cajas que ya eran intrínsecamente débiles (bien en solvencia o en liquidez), el más presionado para realizar agresivas estrategias de desapalancamiento.



HACIA UN SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL MÁS EQUILIBRADO: EL PAPEL DE LOS MERCADOS DE VALORES

Víctor Rodríguez Quejido.
Director del Gabinete de Presidencia.
Comisión Nacional del Mercado de Valores

INTRODUCCIÓN

La estructura productiva española descansa básicamente sobre las pequeñas y medianas empresas (en adelante, pymes). Al respecto, es revelador observar que, a mediados de 2010, las pymes suponían el 99,9% del total del número de empresas no financieras, empleaban al 76% de los trabajadores ocupados y generaban el 68% del valor añadido correspondiente.

Estos porcentajes son aproximadamente diez puntos porcentuales superiores a los observados para el conjunto de la Unión Europea (en adelante, UE) lo que permite afirmar que las pymes son preponderantes en la economía española. A sensu contrario, cabe señalar que en España el peso de las grandes empresas en la economía nacional es muy inferior al del resto de grandes economías europeas, con la única posible excepción de Italia.

Adicionalmente, los datos disponibles muestran que las empresas españolas dependen más intensamente que sus comparables europeas de la financiación bancaria, así como que las pymes españolas dependen con mayor intensidad aún de este tipo de financiación si se las compara con las grandes empresas españolas.

Esta alta dependencia de las empresas españolas de la financiación bancaria está generando una razonable preocupación por mejorar su

estructura de financiación a través de su diversificación. Y la preponderancia de las pymes en España supone un incentivo para centrar la cuestión en este tipo de empresas. Si bien es muy relevante insistir en que el problema de la alta dependencia bancaria es un fenómeno generalizado en las sociedades no financieras españolas.

Obviamente, esta preocupación está siendo alimentada por las restricciones crediticias que la crisis financiera iniciada en 2007 ha traído consigo y que han supuesto la aparición de un proceso de despalancamiento en muchas ocasiones forzoso y que también ha afectado con mayor virulencia a las pymes.

En este contexto, la recomposición de las fuentes de financiación de las empresas españolas en general y, en particular, de las pymes, aparece como aún más deseable ya que las actuales restricciones crediticias no parecen susceptibles de remitir en un breve plazo si se observa que a la evolución del crédito típicamente asociada a una recesión se le unen otros factores como la reciente aprobación de una nueva normativa de solvencia bancaria que va a exigir a las entidades de crédito mayores niveles de capital que, previsiblemente, supondrán un freno al aumento de la capacidad de préstamo de las mismas.

A esto se une el hecho de que ciertos proyectos de inversión, como son aquellos relacionados con la actividad de emprendimiento y que suelen



suponer un alto riesgo, deberían, por su naturaleza específica, ser financiados mediante fuentes no bancarias de forma natural. Se trata de empresas con alto potencial de crecimiento y que, muy frecuentemente, revisten un carácter estratégico para la economía en su conjunto por su perfil innovador. Las fórmulas adecuadas para financiar estos proyectos, como son el capital riesgo y los mercados alternativos, aún tienen un desarrollo muy insuficiente tanto en España como en otros países de la Europa continental, especialmente si se compara con la situación del Reino Unido o de Estados Unidos.

En este sentido, en el actual debate sobre cómo contribuir a avanzar en este objetivo de diversificación de las fuentes de financiación de las pymes, y, en general, de aquellas empresas que actualmente no acceden al mercado, se pueden destacar básicamente cuatro elementos: cuál es la mejor forma de asegurar la existencia de una base inversora que sea lo suficientemente amplia, cómo se podrían rebajar las barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, cuál debería ser el diseño óptimo de los mercados de valores especializados en empresas de pequeña y mediana capitalización y si puede considerarse adecuado o no un marco exclusivamente nacional para garantizar el crecimiento de este tipo de mercados.

Por otra parte, un elemento adicional es el papel de la regulación que, a nivel europeo, está transformando la preocupación por el asunto en una serie de propuestas que tratan de adaptar la normativa a la problemática específica de las pymes y, a nivel español, está generando interesantes propuestas que, acertadamente, van más allá del caso de las pymes y procuran mejorar la financiación vía mercados de valores de todo tipo de empresas no financieras.

El presente artículo tiene la siguiente estructura. En el apartado 1 se realiza una breve revisión de la financiación de las empresas en España, del impacto de la crisis financiera en la misma y de la preponderancia de las pymes en la estructura productiva española y sus consecuencias. En el apartado 2 se ofrecen una serie de reflexiones acerca de la conveniencia de promo-

ver una recomposición en las fuentes de financiación de las empresas españolas con especial hincapié en el caso de las pymes. En el tercer apartado se exponen algunos de los aspectos principales que están alimentando el debate sobre el papel de los mercados de valores en la financiación de las pymes. En el cuarto apartado se realiza una síntesis de las iniciativas regulatorias más recientes a nivel europeo en el ámbito conjunto de los mercados de valores y las pymes, así como una referencia a las más novedosas iniciativas al respecto en España. Finalmente, el quinto apartado contiene unas conclusiones.

1. FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, PYMES E IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Una primera cuestión a dilucidar es la relativa al peso de la financiación a través de los mercados de valores en la estructura de financiación de las empresas españolas.

En el gráfico 1 se puede observar que las empresas españolas apelan al mercado en mucha menor medida que sus comparables en otros países europeos o de Estados Unidos. En los últimos cinco años, además, se ha acentuado esta tendencia y los valores españoles rondan el 20% de la suma de financiación de mercado y bancaria, incluyendo el capital captado en mercado frente a registros cercanos al 50% en Alemania y Francia, que se acercan al 70% en el Reino Unido y Estados Unidos.

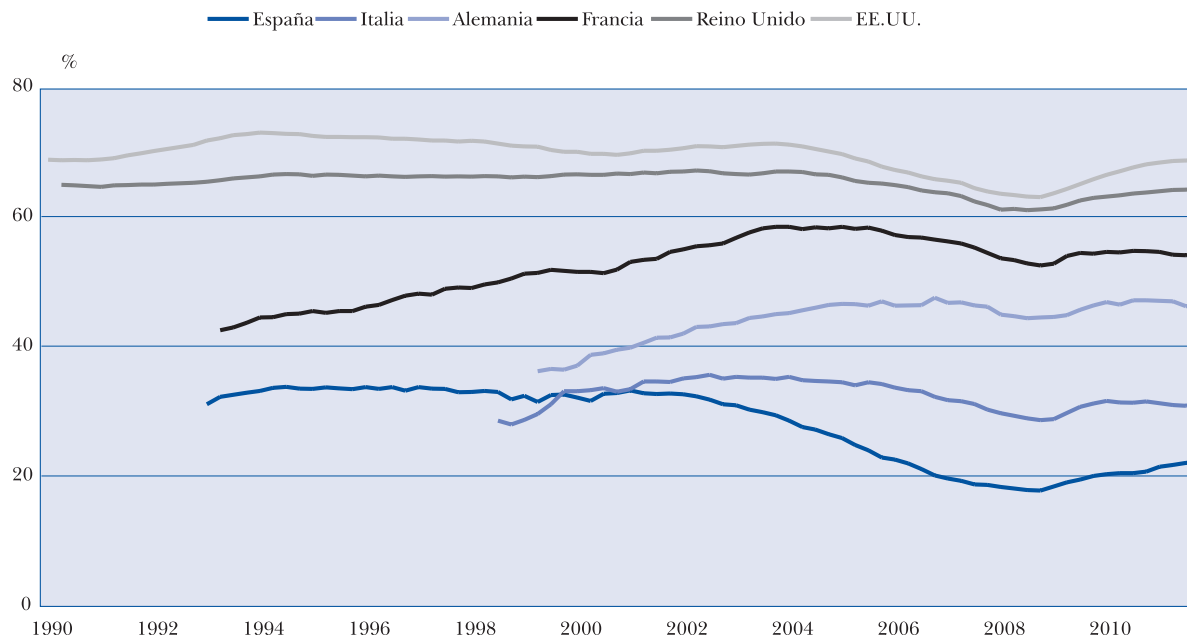
Uno de los factores que pueden contribuir a explicar esta situación es el de la preponderancia de las pymes en el tejido productivo español.

Se observa que la contribución de las pymes españolas al empleo y al PIB es aproximadamente diez puntos porcentuales superior que en la UE. Adicionalmente, el peso de la financiación bancaria en el pasivo total de las pymes españolas es 1,8 veces superior que el de las grandes empresas, dato este que está en línea con el correspondiente a otros países de la UE.

Llegados a este punto, cabe preguntarse las razones detrás de la mayor importancia de la financiación bancaria en el pasivo de las pymes.



GRÁFICO 1. FINANCIACIÓN DE MERCADO (M) VS BANCARIA (B) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, M/(M+B) %



Fuente: Bancos Centrales Nacionales y Dealogic. Datos hasta el cuarto trimestre de 2011.

GRÁFICO 2. IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN EL EMPLEO Y EL PIB

	Pymes	Grandes empresas
<i>% del total</i>		
Empleo		
España	76,3	23,7
UE	66,9	33,1
PIB		
España	67,9	32,1
UE	58,4	41,6

Fuente: Doidge et al. (2007).

Una de las teorías más aceptadas en el campo de las finanzas corporativas plantea la existencia de un sesgo hacia las fuentes de financiación empresariales de carácter interno en contraposición a las fuentes externas que sería debido al encarecimiento que provocan en las fuentes externas de financiación las desventajas informa-

tivas de los potenciales inversores ajenos a la empresa. Con carácter general se puede afirmar que las asimetrías informativas son mayores en las empresas de menor tamaño y en las de corta edad, por lo que cabría deducir que las dificultades de acceso a fuentes externas de financiación son mayores en las empresas más pequeñas. Los trabajos empíricos al respecto así parecen confirmarlo. Estas asimetrías informativas pueden, en ocasiones, ser más fácilmente sorteadas por las entidades de crédito y con un menor coste para las empresas que buscan financiación.

A todo esto se puede añadir la tendencia de este tipo de empresas a preferir endeudarse antes que financiarse mediante instrumentos de renta variable ya que los accionistas de control de estas empresas, frecuentemente sus fundadores, procuran evitar injerencias en su gestión.

Respecto a los efectos de la crisis financiera en las condiciones de financiación de las empresas españolas, se observa que, desde el inicio de la



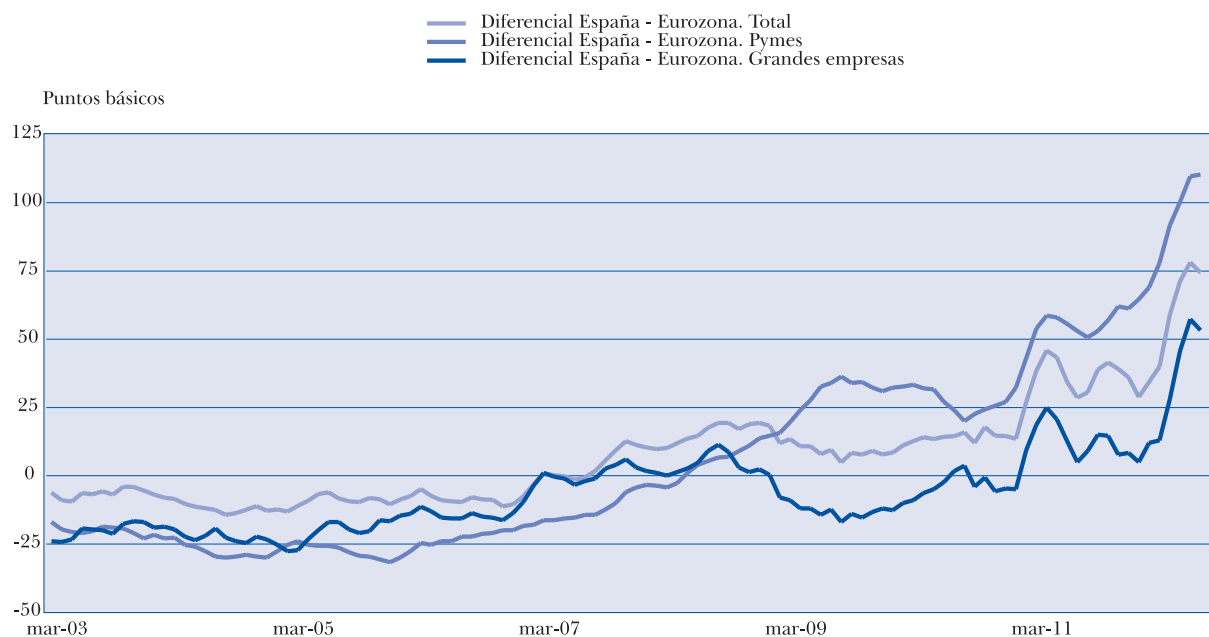
crisis, se ha producido una reversión en el diferencial negativo, en el sentido de tener que hacer frente a menores tipos de interés, del que disfrutaban las empresas españolas respecto de las del resto de la eurozona.

En el gráfico 3 se puede observar, además, que las grandes empresas españolas han conseguido mantener más tiempo su diferencial respecto a sus comparables del resto de la eurozona en niveles relativamente bajos mientras que las

pymes españolas han sufrido un aumento muy intenso de este diferencial desde un momento anterior en el tiempo. Si bien se observa que el diferencial correspondiente a las grandes empresas también ha sufrido un incremento muy significativo en los últimos tiempos.

Estos datos se refieren al precio al que se ha obtenido la financiación disponible pero también es relevante preguntarse por la mayor o menor facilidad de acceso al crédito bancario.

GRÁFICO 3. TIPO DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (NUEVAS OPERACIONES)



Fuente: Banco de España y BCE. Datos hasta julio de 2012.

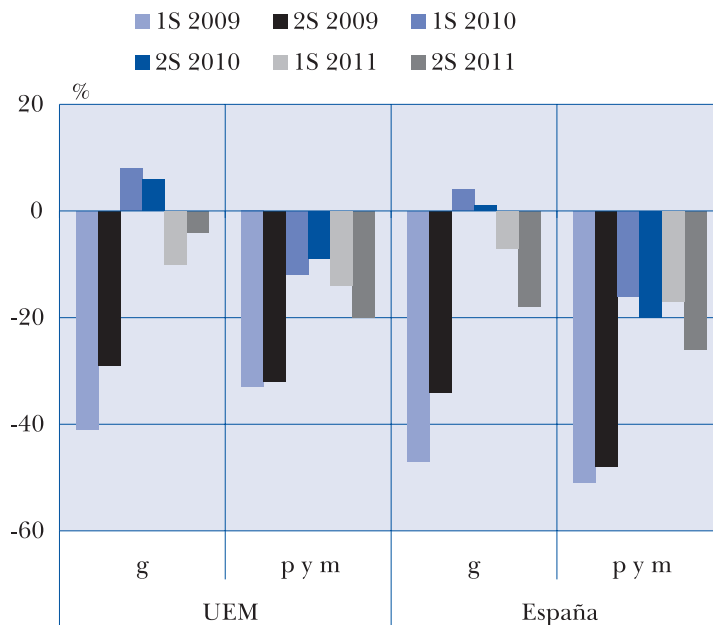
Se observa una mayor dificultad de acceso al crédito, con altos valores negativos, en las pymes españolas tanto respecto a las grandes empresas españolas como respecto a las empresas europeas.

Por lo tanto, los indicadores disponibles revelan que las pymes españolas han sufrido un endurecimiento más acusado en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas y el resto de pymes de la Eurozona.

Este endurecimiento tanto en precio como en facilidad de acceso al crédito, ha provocado un desapalancamiento muy acusado en las pymes españolas que, además, se ha producido de forma generalizada en la práctica totalidad de sectores productivos. En sí mismo, el proceso de desapalancamiento no tendría por qué considerarse como negativo en el contexto de una economía sobreendeudada como la española pero el problema es que gran parte del mismo ha sido forzoso y no fruto de una planificación empresarial más optimizada.

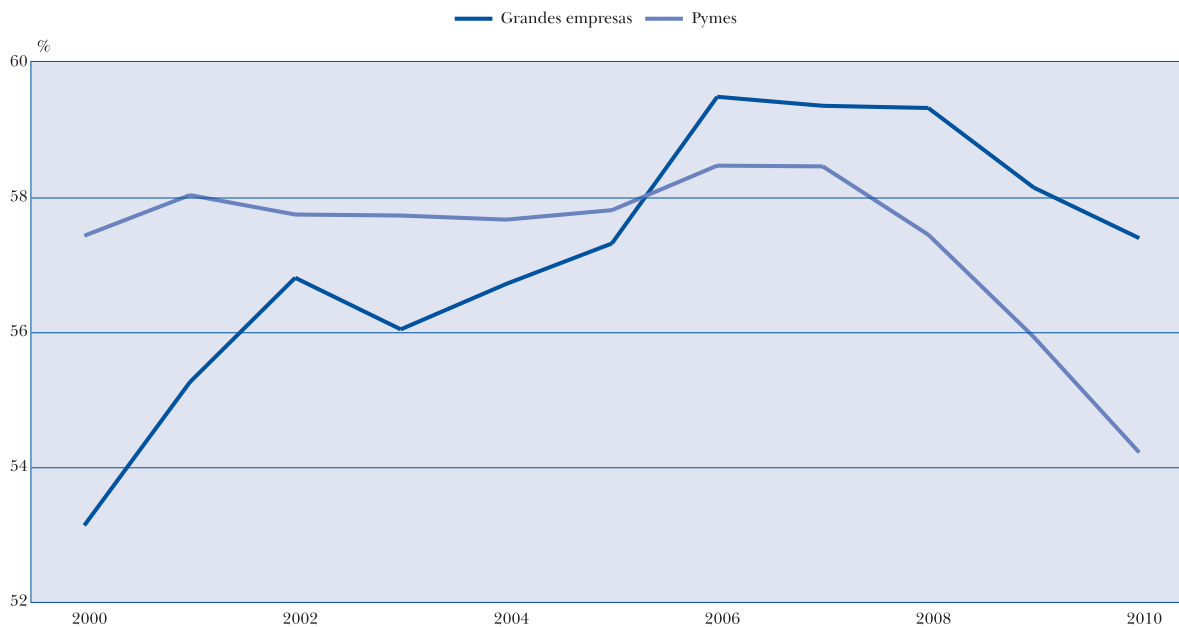


GRÁFICO 4. DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area). Porcentaje de empresas que indican una mejora en la disponibilidad de crédito bancario, menos el porcentaje de empresas que indica un empeoramiento en la misma. g: grandes empresas; p y m: pymes.

GRÁFICO 5. RATIO DE DESAPALANCAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

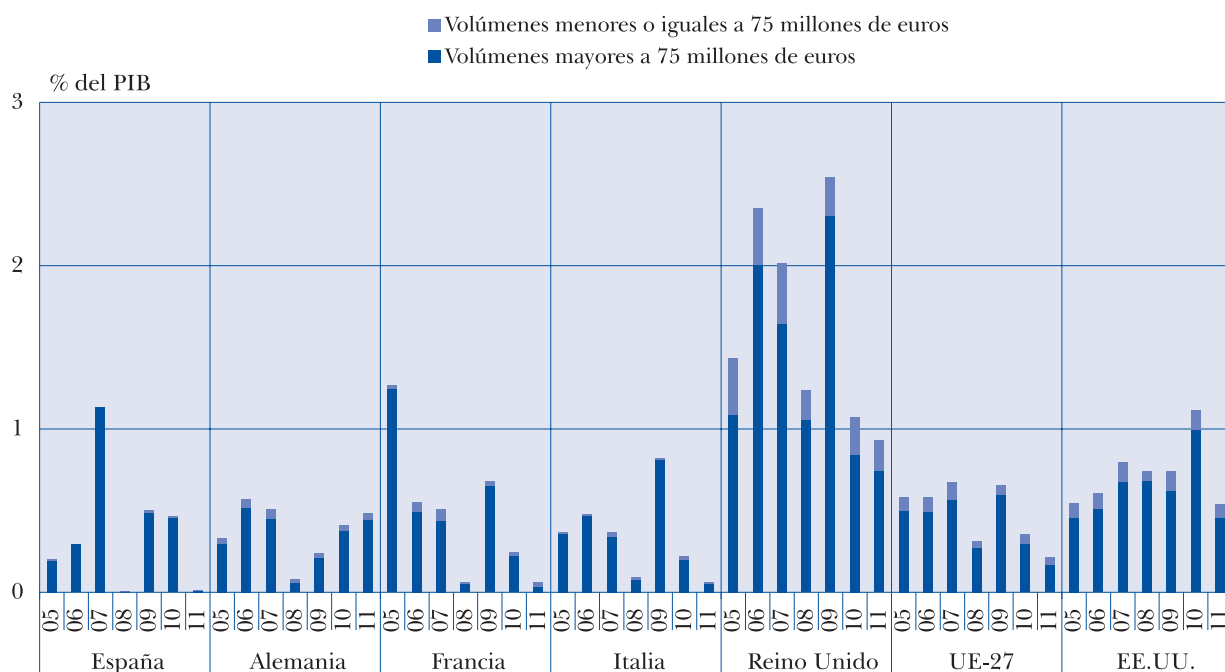


Fuente: Base de datos BACH. Datos anuales hasta 2010. La ratio de apalancamiento mide el porcentaje de deuda sobre los activos totales.

Por otra parte, la crisis financiera junto con la recesión también han afectado a otras fuentes de financiación como puede ser la emisión de instrumentos de renta variable o el recurso al capital riesgo. En este último caso, en España se pasó de una inversión del 0,3% del PIB en 2007 a un 0,1% en 2009, cifras en cualquier caso muy bajas si se comparan con el resto de Europa, donde los datos

correspondientes fueron del 0,6% y el 0,2%. Sin embargo, en el caso del mercado de renta variable, las grandes empresas españolas sí han conseguido seguir apelando al mercado bursátil con una intensidad similar a las de los principales países europeos. Por su parte, las pymes españolas no tienen prácticamente ninguna presencia en el mercado de renta variable.

GRÁFICO 6. EMISIONES DOMÉSTICAS DE RENTA VARIABLE DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Dealogic.

2. RECOMPOSICIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

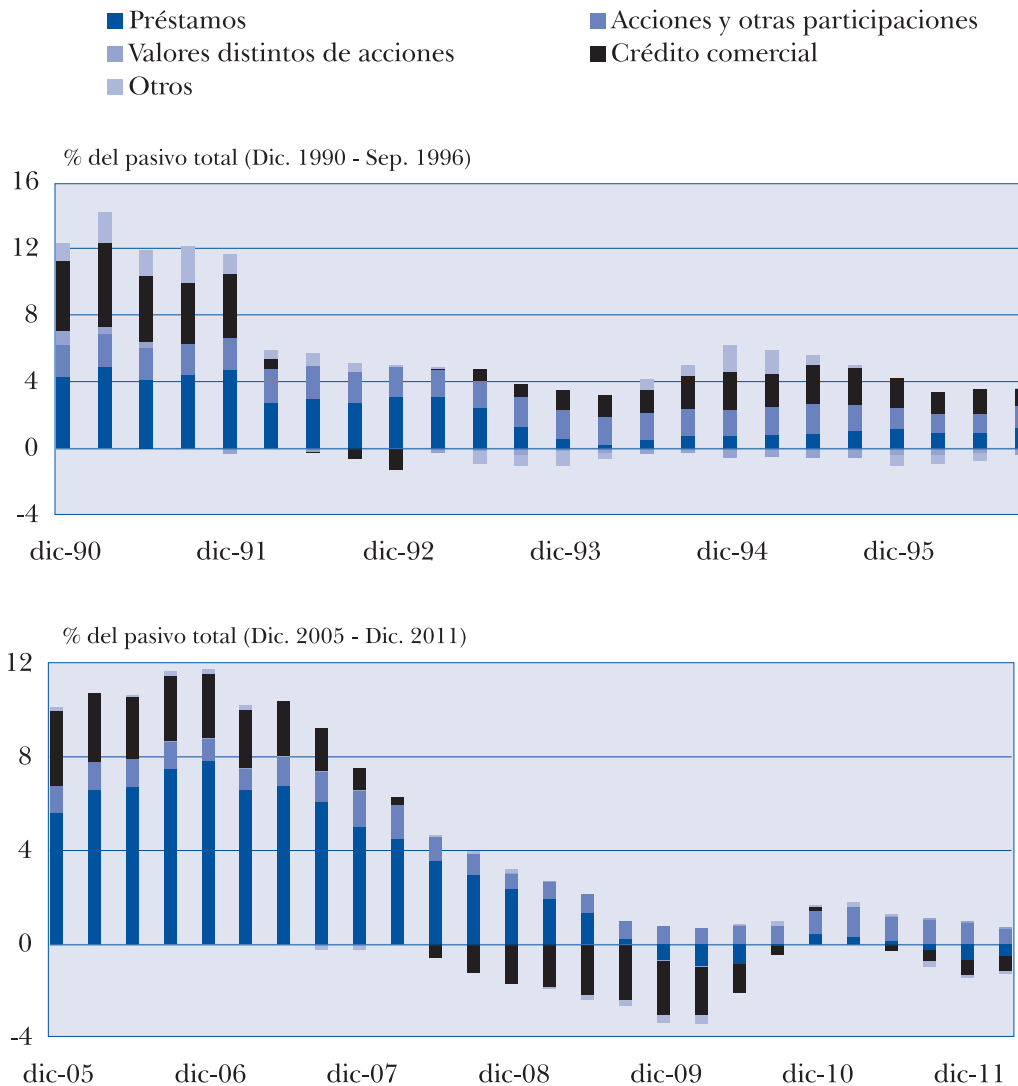
Las conclusiones que se pueden extraer del análisis realizado en el apartado anterior muestran que existe un reto importante por delante como es el de tratar de caminar hacia un menor peso de la financiación bancaria en los balances de las empresas españolas y, especialmente, en los de las pymes.

Y esta necesidad se hace aún más patente si se tienen en cuenta dos factores adicionales.

En primer lugar, la persistencia observada de la caída del crédito bancario durante periodos recesivos, fenómeno que se produce con mayor intensidad aún tras una crisis bancaria.

Es sencillo observar que la recuperación del crédito bancario no se suele producir hasta bien asentada la recuperación económica, por lo que es poco realista esperar que sea una reactivación

GRÁFICO 7. CAMBIO EN LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Banco de España.

del crédito bancario la que impulse la recuperación sino que probablemente será la propia reactivación macroeconómica, o expectativas bien ancladas acerca de la misma, la que genere un aumento significativo y sostenido del crédito.

En este punto cabe precisar que esto no implica que, en el caso español, no sea necesario el lograr una normalización del flujo crediticio, afectado en exceso por los problemas de solvencia de las entidades.

El segundo factor a tener en cuenta es la aparición, derivada de una de las lecciones centrales de la crisis financiera, de una nueva normativa internacional de solvencia bancaria, conocida como Basilea III, que va a exigir –de hecho, ya lo está haciendo en muchas jurisdicciones que han decidido adelantarse total o parcialmente a su puesta en marcha– mayores requisitos de capital y de liquidez.

En conjunto, ello supondrá, previsiblemente, una reducción de la capacidad de intermediación



financiera del sistema bancario, con un impacto potencial directo sobre los préstamos a pymes que, al fin y al cabo, son más arriesgados y menos líquidos que la mayoría de las restantes operaciones de activo realizadas por las entidades de crédito.

Por lo tanto, no debe subestimarse la magnitud de este reto, sobre todo si se tiene en cuenta la preponderancia de las pymes en la estructura productiva de la economía española. Adicionalmente, también hay que señalar que un mayor desarrollo de los canales no bancarios sin duda ayudaría a equilibrar la estructura de financiación del sector empresarial pero, en el momento actual, no son un sustituto de primer orden del crédito bancario para una amplia mayoría de pymes en España.

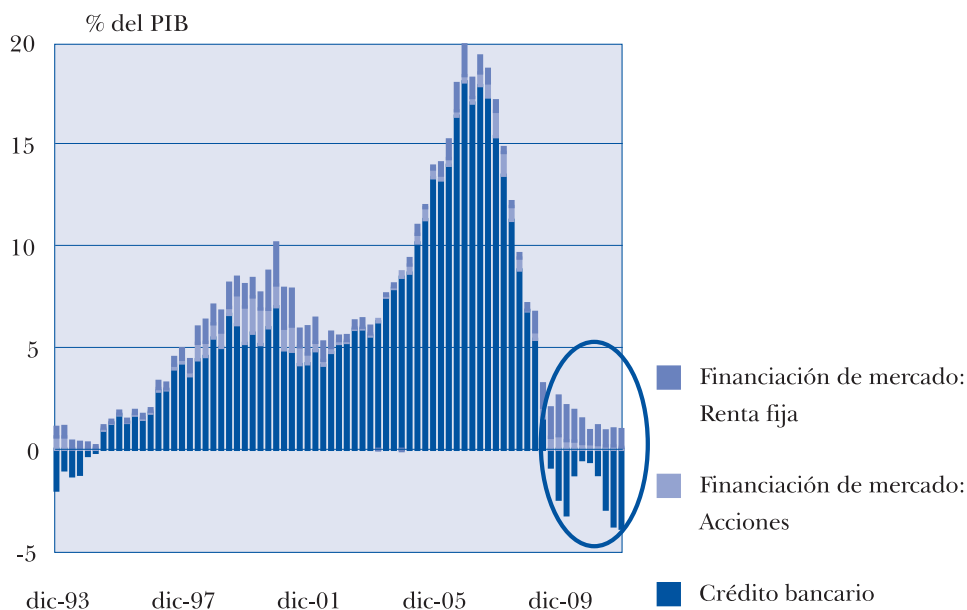
En cualquier caso, parece obvia la necesidad de fomentar los canales alternativos de financiación ya que, aparte de su efecto compensatorio sobre la caída del crédito, se vislumbran una serie de beneficios potenciales.

Con una mayor presencia del capital riesgo, se conseguiría alumbrar actividades con alto riesgo pero que son socialmente deseables, por coincidir frecuentemente con actividades innovadoras, pero que carecen de financiación bancaria precisamente por su naturaleza de alto riesgo.

En caso de una potenciación del mercado de valores, los beneficios se vislumbran tanto a nivel micro, ya que el acceso al mercado incrementa la transparencia de la empresa y su profesionalización, como a nivel macro, ya que la financiación de mercado es menos procíclica que el crédito bancario, pudiendo incluso afirmarse una cierta naturaleza contracíclica ya que, en muchos casos, disminuye durante las expansiones y aumenta durante las recesiones.

Adicionalmente, es destacable que es probable la aparición de sinergias derivadas de la combinación de ambos canales, ya que los mercados de acciones son una salida natural a la participación del capital-riesgo y de otros inversores profesionales en empresas ya maduras.

GRÁFICO 8. CAMBIOS EN LA FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EN EL CRÉDITO BANCARIO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Bancos centrales nacionales y Dealogic. Datos acumulados de cuatro trimestre hasta 2011.

3. EL PAPEL DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

En este apartado se plantea una cuestión inicial de carácter básico: ¿cuál es el mercado más apropiado para las pymes?

En este sentido, los mercados alternativos parecen la opción más natural ya que disponen de requisitos regulatorios menos onerosos, unos menores costes de acceso y mantenimiento y una mayor visibilidad, entre otros factores.

En la UE existen varios mercados de este tipo, entre los que destaca el Alternative Investment Market (AIM) que pertenece a la Bolsa de Londres y cuyas cifras (1.143 compañías al cierre de 2011) distan mucho de las correspondientes a sus comparables de otros países de la UE como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) español que tenía, a 30 de junio de 2012, 21 empresas cotizando en él.

En cualquier caso, merece la pena realizar un breve repaso a los puntos principales del debate acerca de cómo promover el acceso de las pymes a los mercados de valores.

El primero de ellos es se centra en la cuestión de cómo aumentar la base inversora. En este asunto existe cierto consenso en considerar como central el papel de los incentivos fiscales. El argumento fundamental a favor de los mismos es que la asimetría informativa entre la empresa y los potenciales inversores es muy intensa en el caso de las pymes, lo cual mantiene muy reducido el número de inversores dispuestos a participar en ellas. De esta forma se justifica la concesión de beneficios fiscales a la inversión en estas empresas.

Varios mercados alternativos, empezando por el AIM antes mencionado, disfrutan de beneficios fiscales. También en España, algunas Comunidades Autónomas ofrecen incentivos para los inversores en el MAB, mediante deducciones en el IRPF para suscriptores de emisiones en el mercado primario, siempre que se mantenga la inversión al menos durante dos años.

En cualquier caso, es fundamental identificar las fricciones de mercado relevantes y evitar nuevas distorsiones. En este sentido, un diseño

correcto de estos incentivos debe tener en cuenta sus efectos sobre la liquidez del mercado y evitar su fragmentación mediante la «competencia fiscal» entre regiones.

Las posibles líneas de actuación en esta área serían la de explorar fórmulas que han funcionado bien en otros países (un buen ejemplo sería el de los *Venture Capital Trusts* en el Reino Unido) y la de eliminar sesgos existentes en la normativa fiscal que afectan de forma negativa a la inversión en mercados alternativos.

El segundo punto clave en el debate sería el de cómo facilitar el acceso de las compañías al mercado. Los dos tipos de barreras que se suelen encontrar al respecto son, por una parte, culturales y, por otra, económicas. Las del primer tipo responden a la esperable falta de familiaridad de muchos gestores de pymes respecto a los mercados de valores y las medidas a aplicar al respecto son informativas, ya sea por los intermediarios o por las Administraciones públicas. Las del segundo tipo suelen tratarse mediante subsidios ya que la presencia de costes hundidos de entrada puede justificar este tipo de actuaciones, ya que, de los datos disponibles, se observa que estos costes son significativamente superiores en el caso de las pymes respecto de las grandes empresas.

Un tercer punto relevante en el debate se refiere a la necesidad de una masa crítica mínima. Con pocas excepciones (quizá el mercado AIM londinense antes mencionado), es probable que la escala eficiente mínima para gozar de la visibilidad suficiente como para atraer inversores, exceda el tamaño del mercado nacional. Este hecho ha hecho pensar en la posibilidad de crear un mercado paneuropeo. Sin embargo, al indudable atractivo de la idea hay que enfrentar dificultades prácticas relevantes como que los principales mercados europeos compiten entre sí y ya tienen definida su estrategia.

4. INICIATIVAS REGULATORIAS MÁS RECIENTES

En el ámbito de la regulación europea se está produciendo actualmente, en gran parte debido



a la experiencia emanada de la crisis financiera, una revisión bastante profunda de la normativa del mercado de valores. Y en esta revisión se han incluido un número relevante de propuestas dirigidas a facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores. A continuación se resumen las más significativas.

En primer lugar, en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se ha incluido la propuesta de crear un nuevo tipo de mercado, denominado «SMEs Growth Markets» con requisitos más flexibles para pymes. De esta forma, se persigue aumentar su visibilidad, mejorar su perfil y potenciar el desarrollo de unas normas reglamentarias paneuropeas para estos mercados.

La revisión de la Directiva de Folletos también introduce medidas como elevar el importe exento de la obligación de elaborar un folleto para las operaciones de importe igual o inferior a cinco millones de euros, frente a los 2,5 previos.

La Directiva de Transparencia introduce la propuesta de eliminar el requisito de presentar información financiera trimestral para todas las sociedades cotizadas, lo cual, obviamente, incluiría a las pymes. Y, respecto de la Directiva de Abuso de Mercado, la Comisión Europea propone que las compañías con valores cotizados en los «SMEs Growth Markets» antes mencionados difundan información privilegiada de forma más simplificada. Así, estos emisores estarían exentos, bajo ciertas condiciones, de la obligación de mantener y actualizar periódicamente la lista de personas con información privilegiada.

Por último, la Comisión Europea propuso, en diciembre de 2011, la creación de una normativa armonizada para una nueva categoría de fondos de capital-riesgo altamente especializados en la financiación de pymes. Esta norma, denominada «European Venture Capital Funds (EVCF)», implicaría la concesión de un pasaporte europeo de comercialización a los gestores de EVCF, que permitiría su acceso a los inversores admisibles en toda la UE.

Algunos de estos cambios se pueden considerar como pasos en la dirección correcta, como

aquellos que procuran una mayor armonización normativa (caso de las propuestas de la MiFID o de la EVCF). Sin embargo, otras de las propuestas no parece tan convenientes, ya que, por ejemplo, la relajación de los requisitos de transparencia pueden exacerbar uno de los «pecados originales» de las pymes, como es el de las asimetrías informativas.

Con carácter general, se puede señalar que facilitar el acceso de las pymes a los mercados no debería descansar exclusivamente en la reducción de los costes de emisión. Se necesita aumentar la base inversora. Asimismo, una reducción generalizada de los requerimientos que impactan en la calidad del mercado (transparencia, abuso de mercado, etc.) no es una opción aconsejable. En este sentido, es preferible la definición de requerimientos armonizados para mercados alternativos específicamente diseñados para pymes e inversores cualificados.

Al hilo de estas reflexiones, es pertinente comentar una serie de interesantes iniciativas que el Gobierno español está impulsando en nuestro país como son la creación de un mercado alternativo de renta fija, tratar de facilitar el acceso de las sociedades cotizadas no financieras a la plataforma SEND del mercado AIAF de renta fija (básicamente pensando en la posibilidad de emitir pagarés) y la posible reforma del MAB incluyendo medidas como nuevos incentivos fiscales o una norma «ascensor» que facilite la transición de las empresas desde el MAB al mercado regulado y viceversa.

Quizá la más relevante de estas iniciativas sería la de la creación de un mercado alternativo de renta fija. Se está pensando en un sistema multilateral de negociación (SMN) tipo MAB o un segmento del propio MAB. Respecto al tamaño de las empresas que podrían participar, se está pensando en un enfoque no restrictivo, por lo que podrían ser incluso grandes empresas no cotizadas. Esta es una característica especialmente relevante en España dada la dependencia bancaria generalizada en empresas de todos los tamaños como se ha comentado previamente. Como es habitual, se incluiría una simplificación de las obligaciones para emisión, anotación en



cuenta y registrales y una flexibilización de los requisitos de acceso al mercado. La idea inicial es que se emitan títulos con un nominal mínimo de cien mil euros, por lo que claramente se está pensando en inversores cualificados. Otra novedad interesante podría ser la utilización de mecanismos de agregación, con técnicas similares a las empleadas en los procesos de titulización y, por supuesto, se están considerando diversos incentivos fiscales específicos. Se trata de un proyecto interesante a pesar de que resulta obvio que, para tener algún éxito, tendrá que vencer no pocas dificultades de las mencionadas en apartados anteriores de este artículo de las que no es la menor la de las barreras culturales que todavía existen en España respecto de la inversión y la emisión en mercados de valores.

5. CONCLUSIONES

La estructura económica española con preponderancia de pymes y alta dependencia bancaria en general, crea incentivos para procurar un mayor peso de la financiación por otras vías no bancarias.

Este hecho se ve magnificado tanto por las circunstancias actuales de restricciones crediticias generadas por la recesión económica junto con las nuevas normas de solvencia de las entidades de crédito, como por su previsible persistencia.

Existen una serie de factores relevantes respecto de la capacidad de las pymes para acceder a los mercados de valores, como son la necesaria ampliación de la base inversora, la eliminación de barreras culturales y económicas o la necesidad de alcanzar una masa crítica mínima que garantice cierta visibilidad. El tratamiento más generalizado en Europa consiste en la aplicación de incentivos y subsidios fiscales, si bien una actuación decidida en materia de información podría tener también efectos positivos.

El legislador europeo está siendo sensible a estas preocupaciones, si bien se debe ser cuidadoso con el lanzamiento de iniciativas que puedan tener el efecto de disminuir la calidad gene-

ral del mercado. También en España, el Gobierno está realizando un trabajo relevante a la hora de tratar de articular las estructuras que sean necesarias de forma que todas las empresas, y no solo las pymes, puedan apelar al mercado de valores en un momento en el que la sustitución de al menos parte del crédito bancario es más necesaria que nunca.

BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Europea (2010). Ficha informativa sobre la SBA: España. 2010/2011. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/spain_es.pdf.
- Comisión Europea (2011a). Are EU SMEs recovering from the crisis? Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011. Ecorys. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/are_the_eus_smes_recovering.pdf.
- Comisión Europea (2011b). Propuestas para una Directiva sobre mercados de instrumentos financieros en sustitución de la Directiva 2004/39/EC del Parlamento y del Consejo Europeos, y para un Reglamento sobre mercados de instrumentos financieros y una modificación del Reglamento sobre derivados OTC, contrapartidas centrales y depositarios de información de negociación. Octubre 2011. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm
- Comisión Europea (2011c). Propuestas para un Reglamento sobre información privilegiada y manipulación de mercado (abuso de mercado) y para una Directiva sobre sanciones criminales por información privilegiada y manipulación de mercado. Octubre 2011. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm
- Comisión Europea (2011d). Propuesta de una Directiva modificando la Directiva de Transparencia 2004/109/EC. Octubre 2011. Dispo-



nible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm

Comisión Europea (2011e). Propuesta para un Reglamento sobre *European Venture Capital Funds*. Diciembre 2012. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital_en.htm

Comisión Europea (2012). REGLAMENTO DELEGADO (UE) N o 486/2012 DE LA COMISIÓN de 30 de marzo de 2012 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información. Marzo 2012. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:150:0001:0065:ES:PDF>

Demarigny, F. (2010). An EU-Listing Small Business Act, Mazars Group, marzo de 2010. Disponible en <http://www.mazars.com/Home/News/Latest-news2/Report-calling-for-an-EU-listing-SBA>.

Myers, S. C. y N. S. Majluf (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.

Óscar Arce, Elías López, Lucio Sanjuán (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documento de trabajo n° 52 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Noviembre 2011. Disponible en <http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/MO NOGRAFIAS/N52.pdf>

AJUSTE E IMPULSO DEL SECTOR PÚBLICO



DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO: TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA*

Manel Antelo^a y David Peón^b

1. INTRODUCCIÓN

Es conocido que la crisis financiera internacional que estalló en el año 2007 y la posterior crisis económica que le siguió tuvieron su origen en un exceso de endeudamiento del sector privado, tanto en EE.UU. como en otros países de la Eurozona. La economía española es una de las que, dentro de la Eurozona, está en la actualidad en peor posición relativa por lo que respecta al endeudamiento de los agentes privados.

A estas alturas pocos discuten que el elevado endeudamiento a nivel privado –y también público– constituye el principal obstáculo para la recuperación de la economía española y de otras de su entorno. El problema es que la mayor parte de los pasivos financieros de hogares y empresas no financieras tienen su contrapartida en los balances (como activos financieros, claramente deteriorados por la crisis inmobiliaria) de una parte del sector financiero. Algo parecido ocurre con los nuevos pasivos emitidos por el Estado para financiar sus elevados déficits presupuesta-

rios y que en su mayoría han sido adquiridos por los bancos españoles utilizando las facilidades de financiación del Banco Central Europeo (BCE). Ello hace que, nuevamente, aparezcan como activos financieros en sus balances.

En este contexto, los Estados del sur de Europa –y España en particular– están viendo desde hace meses como se ha disparado el coste de su deuda pública. Ello es debido en gran parte a que la preocupación de los mercados radica en la explosividad de la deuda por la potencial incapacidad de controlar el desfase fiscal y/o en los efectos que, sobre el crecimiento económico, pueden provocar los intentos de consolidación fiscal para corregir tal desfase. Por esta razón, un debate que ha ganado protagonismo en fechas recientes a nivel internacional, tanto entre los académicos como entre las autoridades económicas, es la necesidad de diseñar estrategias de política económica que permitan combinar consolidación fiscal y crecimiento. Huelga decir que el estallido de la crisis financiera detuvo de forma abrupta el proceso de creciente apalancamiento del sector privado iniciado años antes para dar paso a un mayor endeudamiento público a partir de 2008, tanto por los propios mecanismos estabilizadores de la política fiscal (el habitual aumento del déficit público en las fases recesivas del ciclo) como por las políticas expansivas iniciadas entonces. Y es que, si bien desde 2010 la política económica cambió a un enfoque más centrado en la consolidación fiscal con el propósito de asegurar la sostenibilidad de las finanzas

* Los autores dan las gracias a Fernando del Río y Domingo García Coto por sus valiosos comentarios y sugerencias que han servido para mejorar notablemente el contenido de este trabajo. Gracias también al Servicio de Estudios de BBVA. Manel Antelo agradece la ayuda prestada por la Xunta de Galicia a través del proyecto de investigación INCITE 09201042PR.

^a Departamento de Fundamentos da Análise Económica, Universidade de Santiago de Compostela, Campus Norte, 15782 Santiago de Compostela. E-mail: manel.antelo@usc.es

^b Grupo BBVA y Departamento de Economía Financeira e Contabilidade, Universidade da Coruña, Campus Elviña s/n, 15071 A Coruña. E-mail: david.peon@udc.es

públicas, la negativa evolución económica sufrida por buena parte de las economías de la Eurozona desde mediados de 2011 ha rescatado el debate. ¿De qué forma podemos combinar consolidación fiscal y crecimiento?

McKinsey Global Institute (2011) define un episodio significativo de desapalancamiento de una economía como un proceso en el que la ratio deuda total/PIB se reduce durante al menos 3 años consecutivos y cae un 10% o más. La historia indica que la mayor parte de las crisis financieras que se han producido han derivado, algunos años después, en períodos de desapalancamiento (Reinhart y Rogoff, 2009) que han durado un promedio de 6-8 años (McKinsey Global Institute, 2011). De acuerdo con esta definición, es posible contabilizar desde 1930 al menos 45 episodios de desapalancamiento incluyendo algunos tan significativos como la Gran Depresión de EE.UU. (1929-1943) o el desapalancamiento de las economías del Reino Unido (1947-1980), Malasia (1998-2008), México (1982-1992) y Argentina (2002-2008). En la actualidad, muchas economías desarrolladas y otras emergentes han iniciado procesos de desapalancamiento si bien se prevé que el aumento de sus respectivas deudas públicas continúe acelerándose en los próximos años porque llevará tiempo rebajar los cuantiosos déficits fiscales que exhiben (Finger y Sadikov, 2010). No hay más que observar las políticas de consolidación fiscal implementadas en los países periféricos de la Eurozona desde 2010 y cuyo impacto sobre el crecimiento está siendo, al menos en el corto plazo, claramente negativo. Ello quiere decir que la reducción sustancial de la deuda tal vez no sea posible hasta que la recuperación económica no esté arraigada.

En definitiva la experiencia indica que la consolidación fiscal es posible, pero tal vez ahora se trate de una tarea más complicada que nunca antes, en particular para España. En el pasado, diversos países con elevados coeficientes de endeudamiento consiguieron rebajarlos a partir de la conjunción de dos fenómenos: el repunte de su actividad económica y una férrea disciplina fiscal. Ambos fenómenos dieron lugar a importantes superávits primarios. En efecto, desde 1980, 84

economías avanzadas y en desarrollo consiguieron reducir su relación deuda/PIB en más de 20 puntos porcentuales a lo largo de por lo menos dos años (Finger y Sadikov, 2010). La reducción media de la deuda fue del 34% del PIB y se prolongó durante 5 años y medio, con un superávit fiscal primario promedio del 2,75% del PIB. Aunque el proceso de reducción de la deuda y de ajuste fiscal varió mucho de un país a otro, es posible dividir en tres grupos los países que redujeron su deuda de forma significativa: los países exportadores de petróleo, que se beneficiaron de una coyuntura favorable; los países que reestructuraron su deuda, recibieron apoyo de sus acreedores y tuvieron una rápida recuperación; y, por último, los países que combinaron políticas de ajuste fiscal con una favorable dinámica de la deuda.

Sin embargo, las políticas de consolidación fiscal que, en la actualidad, se están llevando a cabo en España y otros países de su entorno solo parecen haber conseguido escuálidas mejoras del déficit público,¹ en tanto que su impacto sobre la evolución del PIB está siendo muy negativo.² Esta observación nos obliga a revisar la literatura teórica y empírica acerca de los efectos en el empleo y el crecimiento de la consolidación fiscal. A partir de aquí el segundo objetivo del capítulo es revisar de forma exhaustiva la situación de la economía española en la coyuntura actual para sugerir posibles medidas de política económica que permitan aunar crecimiento y consolidación fiscal.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. La sección 2 sintetiza la literatura teórica sobre el desapalancamiento del sec-

¹ La actualización del dato de déficit público de 2011 por parte del Gobierno español lo sitúa en el 8,9% (9,4% incluido operaciones financieras), sólo 4 décimas menos que en 2010, con lo que el objetivo del 6,3% para 2012 parece todavía más lejano.

² En este sentido, el FMI acaba de publicar su *World Economic Outlook* de octubre de 2012 (FMI, 2012b) y en él revisa a la baja la expectativa de crecimiento de la economía española en 2013. La predicción apunta a una nueva reducción del PIB de -1,3% (tras la estimada de -1,5% para este año 2012). Es la predicción más negativa de todas las economías después de Grecia e implica una corrección de más del 3% sobre la estimación que para dicho año realizaba el propio FMI en 2010, antes de iniciarse la implementación de las políticas de consolidación fiscal que el propio organismo alentaba.

tor público.³ En la sección 3 se hace un recorrido por la literatura empírica, con especial mención al caso español. En la sección 4 se analiza la situación concreta de la economía española en la actual coyuntura y los efectos que en esta situación acarrea la consolidación fiscal. Por último, en la sección 5 sugerimos medidas de desapalancamiento emanadas de la literatura teórica y empírica, así como el *timing* más adecuado para implementarlas de acuerdo con la evidencia teórica y empírica.

2. EL DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO EN LA LITERATURA TEÓRICA

La acumulación de deuda pública no es algo inocuo. Sus efectos negativos sobre la actividad económica van desde los mayores costes para el sector público hasta el efecto *crowding out* sobre el sector privado, pasando por las posibles espirales de deuda debidas al efecto *feedback* entre deuda y déficit. Ello explica la relación inversa existente entre stock de deuda acumulado y crecimiento económico: a partir del umbral del 90% en el coeficiente deuda/PIB la tasa de crecimiento del PIB se reduce en un 1% o más (Reinhart y Rogoff, 2009, 2010a,b). Por ello, la visión más ampliamente aceptada es la que sugiere que el recurso a la deuda es válido siempre que sea sostenible y no dañe al crecimiento a largo plazo. De manera sintética, la «ley de oro» de sostenibilidad de la deuda a largo plazo establece que «si la tasa promedio de crecimiento anual nominal/real de un país es inferior al tipo de interés nominal/real promedio del coste anual de refinanciar su deuda, ésta llegará a ser insostenible y sus inversores dejarán de refinanciarla» (de la Dehesa, 2012b).

Así, para que la ratio deuda pública/PIB permanezca estable, el coeficiente de superávit primario,⁴ *PSR*, debe ser igual o superior a la ratio

deuda/PIB multiplicada por la diferencia entre el tipo de interés nominal de la deuda, *i*, y la tasa de crecimiento nominal anual del PIB, *g*. Formalmente,

$$PSR \geq \frac{\text{Deuda}}{\text{PIB}} \times (i - g)$$

Por ello, es posible sugerir tres políticas clave para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Una, controlar el déficit primario. Dos, recurrir al déficit y a la deuda para financiar inversión en lugar de gastos corrientes. Tres, una vez que el coeficiente deuda/PIB supera el umbral del 90% iniciar un proceso de desapalancamiento, tanto más pronto cuanto mayor sea el coste de la deuda en relación al crecimiento económico. No obstante, cuando se plantea el recurso a la deuda como instrumento de política fiscal surge el disenso entre las recomendaciones provenientes de los modelos neoclásicos y las provenientes de los modelos neokeynesianos; divergencias que en gran medida se derivan del concepto de equivalencia Ricardiana⁵ y otros supuestos utilizados por dichos modelos.

A pesar de lo anterior es posible destacar tres aspectos en los que el consenso es mayor.⁶ En primer lugar, y aunque no existe un consenso holgado a nivel teórico ni tampoco empírico acerca del valor del multiplicador del gasto público, podemos establecer tres resultados: (i) en circunstancias normales, y con carácter general, dicho valor no es

al PIB. El déficit o superávit fiscal primario es el resultado que se obtiene al comparar ingresos y gastos totales del sector público, excluyendo el pago de los intereses de la deuda. Este concepto mide la parte del déficit o superávit fiscal sobre la que se puede ejercer control directo, ya que el servicio de la deuda es en gran medida gasto condicionado por la economía en general y su percepción por los inversores, lo cual afecta a los pagos por intereses de la deuda, es decir, se trata de un gasto exógeno. El concepto fue acuñado por el FMI en la década de 1990 para medir el monto de PIB que los distintos Estados se comprometían a dedicar al pago de los intereses de sus respectivas deudas.

⁵ El concepto de equivalencia Ricardiana de la deuda pública viene a decir que es indiferente si un gobierno financia un determinado nivel de gasto público con deuda o con impuestos, ya que no tiene efectos de primer orden sobre la demanda agregada, los tipos de interés, el volumen de inversión privado, etc. (Barro, 1979). Para mayor detalle, véase Antelo y Peón (2012).

⁶ Para una información más exhaustiva, véase Antelo y Peón (2012).

³ Un análisis exhaustivo de este tema puede verse en Antelo y Peón (2012).

⁴ El coeficiente de superávit primario (*primary surplus ratio*, *PSR*) es el déficit o superávit fiscal primario en relación



sustancialmente superior a 1 –cuando no inferior; (ii) cuando las circunstancias no son las normales el multiplicador de la política fiscal suele ser superior en fases de recesión, (iii) el multiplicador es particularmente efectivo en contextos de límite cero de los tipos de interés (*zero lower bound*, *ZLB*). En segundo lugar, las consolidaciones basadas en reducciones del gasto público, especialmente el gasto corriente, son más efectivas que las basadas en aumentos de impuestos. Con carácter general, además, los procesos de consolidación fiscal tienen un coste en términos de crecimiento en el corto plazo, pero beneficios significativos en el largo plazo y, si van acompañadas de reformas estructurales que aumenten el potencial de la economía a medio plazo, su credibilidad será mayor. Finalmente, existe una corriente de opinión creciente y dominante en los últimos tiempos en favor de la implementación de consolidaciones fiscales lentas y graduales.

De acuerdo con McKinsey Global Institute (2011, 2012) se pueden establecer cuatro estrategias de desapalancamiento. La primera consiste en «apretarse el cinturón» y es, sin duda, el proceso más habitual de desapalancamiento de una economía: para aumentar el ahorro neto, se reduce el gasto público y se inicia un largo proceso de austeridad. La segunda pasa por generar inflación, ya que una inflación alta aumenta de forma automática el crecimiento del PIB nominal, con lo cual la ratio deuda/PIB se reduce.⁷ La tercera consiste en provocar la quiebra masiva, en cuyo caso la cuantía de la deuda disminuye inmediatamente.⁸ Por último, la cuarta estrategia consiste en conseguir que la tasa de crecimiento económico sea superior a la de la deuda, pues si una economía experimenta un rápido crecimiento de su PIB real, la ratio deuda/PIB decrece de forma automática.⁹

Según la teoría del ciclo del apalancamiento (Geanakoplos, 2009), en ausencia de interven-

ción, el apalancamiento es demasiado elevado en las fases de bonanza y demasiado bajo en las fases de recesión. La literatura empírica (e.g., McKinsey Global Institute, 2011) atestigua además que el consumo y el PIB suelen contraerse durante los primeros años de desapalancamiento y luego recuperarse, lo cual provoca en algunos casos una caída del ahorro total a pesar de la mayor propensión a ahorrar de los agentes. Como resultado, los precios de los activos son demasiado altos en las fases alcistas del ciclo económico y demasiado bajos en las contractivas, en lugar de reflejar correctamente el valor fundamental de los mismos. Este ciclo recurrente de apalancamiento-desapalancamiento es uno de los mecanismos más importantes que contribuirían y amplificarían los ciclos del crédito y de negocios. El desapalancamiento es, pues, responsable, una vez que se inicia la fase bajista del ciclo, de la caída continuada de los precios de los activos físicos y financieros, formando parte del proceso que lleva a la economía a la recesión y al fondo del ciclo de apalancamiento.

Por ello, muchos economistas –incluyendo a Eggertsson y Krugman (2010) o el propio Geanakoplos (2009)– sostienen que el Banco Central debería monitorear y regular el nivel de apalancamiento en la economía, limitándolo en las fases alcistas y favoreciéndolo en las fases de recesión, mediante la facilidad de crédito. Además, cuando existe un masivo desapalancamiento del sector privado, el efecto de la política monetaria es limitado, porque es probable que la economía esté empujando hacia una situación de límite cero del tipo de interés nominal, en la cual el tipo de interés real es negativo pero el tipo de interés nominal no puede bajar de cero. En este caso, la política fiscal financiada mediante déficit público (es decir, más deuda pública) podría ayudar a evitar un drástico aumento del desempleo y rebajar la tensión deflacionaria, facilitando así el proceso de desapalancamiento del sector privado y reduciendo el daño global a la economía. Una visión que, por cierto, contradice la de quienes sostienen que un problema creado por una deuda excesiva no puede ser remediado creando en última instancia aún más deuda: un déficit fis-

⁷ El ejemplo más notorio de esta modalidad es el de Chile durante el periodo 1984-1991.

⁸ Se trata de una estrategia habitual tras una severa crisis monetaria.

⁹ El caso paradigmático de esta estrategia es el de EE.UU. en el periodo 1938-1943.



cal alto e insostenible podría dañar la estabilidad y las perspectivas a largo plazo de la economía.

Una cosa es cierta. Un mismo stock y coste de la deuda pública es más sostenible cuanto mayor sea el crecimiento nominal (crecimiento real del PIB más inflación). Pero hay más. Factores como el endeudamiento privado o la credibilidad de la consolidación fiscal implementada también influyen en la sostenibilidad de la deuda,¹⁰ de forma que en ocasiones la sostenibilidad de la deuda pública depende también del endeudamiento privado cuando las arcas públicas acaban siendo las que garantizan su pago y en otras del fracaso de las políticas de consolidación implementadas que puede provocar crisis de credibilidad en los mercados. Crecimiento, inflación, endeudamiento privado y credibilidad son, pues, factores que podrían ayudar a remontar la crisis de economías como la española, pero desafortunadamente en todos y cada uno de ellos... ¡España presenta taras! Desde finales de 2011 el crecimiento es negativo y las predicciones indican que la recesión continuará como mínimo hasta 2014. La política monetaria está en manos del BCE, cuyo único objetivo es la contención de la inflación en niveles del 2%. La nacionalización de Bankia y el posterior rescate bancario representan el episodio más significativo de transformación de deuda privada en deuda pública. Y el problema de credibilidad del sector público español para equilibrar sus cuentas –un déficit primario del 6,1% a fecha de 2011– es todavía mayor cuando se compara, por ejemplo, con el superávit de Italia. Por ello, si bien es cierto que históricamente a la mayoría de las crisis financieras le han seguido períodos de desapalancamiento que han durado entre 6-8 años en promedio (McKinsey Global Institute, 2011), no parece descabellado asumir que el actual episodio de consolidación fiscal en España sea más duradero y más incierto.

3. EVIDENCIA EMPÍRICA

La evidencia empírica muestra que, en general, el efecto multiplicador de la política fiscal es muy

elevado a corto plazo en las fases recesivas del ciclo. Por lo tanto, aplicar en dichas fases una drástica consolidación para contraer el déficit y la deuda tiende a reducir el crecimiento o exacerbar la recesión. Dicho de otra forma, a corto plazo el crecimiento puede ser más efectivo para pagar la deuda que la aplicación de una fuerte y rápida consolidación fiscal.

Por otra parte, la situación actual de muchas economías de la Eurozona (con elevados niveles de deuda pública y sobrerreacción de los mercados internacionales) se presenta como insostenible y se argumenta que el proceso de reducción permanente de la deuda pública podría tener efectos expansivos incluso en el corto plazo. Como hemos visto, la ley de oro de la sostenibilidad de la deuda a largo plazo muestra que no es posible que se produzca un crecimiento económico estable si la ratio deuda pública/PIB alcanza un nivel que no puede ser financiado en los mercados a un coste razonable. Más detalladamente, si el cociente

$$\frac{\text{Crecimiento anual del PIB nominal}}{\text{Crecimiento anual del PIB real}}$$

de un país es (en promedio y a lo largo de una serie de años) inferior al cociente

$$\frac{\text{Tipo de interés nominal de (re)financiar la deuda}}{\text{Tipo de interés real de (re)financiar la deuda}}$$

la deuda del país acaba siendo insostenible y los inversores dejarán de financiarla. En este caso, la situación solo puede revertirse si el país en cuestión consigue generar, de forma permanente, un superávit fiscal primario anual que le permita reducir su deuda hasta niveles que los mercados vuelvan a (re)financiar.

En cualquier caso, los efectos favorables de la consolidación fiscal son más probables que ocurran en el largo que en el corto plazo. La evidencia empírica muestra que la consolidación fiscal produce, en el largo plazo, efectos positivos en el output agregado, gracias al ahorro en el servicio de la deuda y la posibilidad de redirigir este ahorro a reducir, por ejemplo, los impuestos más distorsionadores en términos de eficiencia. Con

¹⁰ Véase Antelo y Peón (2012).



todo, estos efectos positivos pueden ser mayores o menores en función de la composición del ajuste. Estamos, pues, ante un *trade off* entre los beneficios de la consolidación fiscal a largo plazo y los perjuicios que provocaría a corto plazo, particularmente en un contexto de recesión económica. ¿Qué efecto domina? La evidencia empírica no es categórica. Mientras que Alesina y Ardagna (1998) sostienen que la consolidación fiscal es expansiva, el FMI (FMI, 2010) y autores como Almunia et al. (2009) llegan a la conclusión contraria.

Sí existe, en cambio, abundante evidencia empírica de que la estrategia de consolidación fiscal consistente en reducir el gasto público (especialmente el gasto corriente) contrae menos el crecimiento o exacerba menos la recesión que la estrategia consistente en aumentar los impuestos (Hernández de Cos y Thomas, 2012). La primera estrategia es la que realmente permite una consolidación sostenida del presupuesto y por ende suele producir una reducción de los tipos de interés a largo plazo y generar mayor confianza en los inversores, mientras que la segunda suele mermar la confianza y el crecimiento, especialmente en las economías en las que los ingresos fiscales agregados ya son muy cuantiosos. Más aún, las consolidaciones realizadas mediante subidas de impuestos directos (el IRPF, por ejemplo) suelen ser más perniciosas para el crecimiento que las efectuadas mediante subidas de impuestos indirectos como el IVA, especialmente si los incrementos de impuestos directos se utilizan para realizar una devaluación interna financiando una reducción de los impuestos al trabajo.

Asimismo, se ha observado que si la contracción del gasto se acompaña de reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento a medio y largo plazo (e.g., la liberalización de los mercados laborales y los de bienes y servicios), la credibilidad de la consolidación fiscal es mayor y sus efectos negativos sobre el crecimiento se ven mitigados. Por el contrario, en las economías en las que no se han producido reformas estructurales los efectos de la consolidación fiscal han sido mucho más perniciosos. Por último, aunque no menos importante, también se ha constatado que

los procesos de consolidación fiscal han aumentado la tasa de crecimiento en países muy abiertos al exterior cuando dichos países han completado la consolidación con reformas estructurales y han realizado una política monetaria expansiva que depreció su moneda frente al resto del mundo y mejoró su saldo comercial.

Existe evidencia empírica de que la reducción del gasto público puede inducir un mayor consumo privado (Feldstein, 1982; Kormendi y Meguire, 1985). La idea es que las reducciones de gasto público pueden ser vistas como una señal de futuros recortes impositivos. En esta línea, Giavazzi y Pagano (1990) constataron que los procesos de consolidación fiscal aplicados en Dinamarca entre 1983 y 1986, y en Irlanda entre 1987 y 1989 fueron expansivos. Observaron que en ambos casos el consumo privado aumentó, que este incremento no se pudo explicar por los determinantes habituales y, por ende, concluyeron que se debió al impacto de la consolidación fiscal. Este trabajo dio lugar a una creciente literatura empírica (Cour et al., 1996; Alesina y Ardagna, 1998; Miller y Russek, 2003) que trata de identificar los llamados efectos no-keynesianos de la política fiscal.¹¹ Otra literatura más reciente (FMI, 2010; Hernández de Cos y Moral, 2011) cuestiona la robustez de esta conclusión y sostiene que las consolidaciones fiscales tienen efectos negativos en el corto plazo.

En resumen, las conclusiones ofrecidas por los estudios empíricos son de un signo u otro dependiendo de dos factores: la metodología empleada y la dificultad para identificar las consecuencias de la política fiscal aislada de otros factores (Hebous, 2011). La mayoría de los modelos de identificación por autorregresión de vectores o modelos VAR (Rotemberg y Woodford, 1992;

¹¹ La forma de hacerlo es en dos pasos. Primero se identifican periodos de recortes significativos del déficit público en un panel de países de la OCDE y, a continuación, se analiza la evolución macroeconómica, antes, durante y después del periodo de consolidación fiscal. La conclusión alcanzada es que a las consolidaciones fiscales les siguen a menudo periodos en los que la situación económica mejora, lo cual es interpretado como evidencia empírica de efectos no keynesianos de la política fiscal.

Blanchard y Perotti, 2002; Perotti, 2005; Galí et al., 2007) respaldan las conclusiones de los modelos nekeynesianos: un shock positivo de gasto público incrementa no sólo el PIB y el número de horas trabajadas, sino también el consumo, los salarios reales y/o la productividad del trabajo. Algunos estudios (Blanchard y Perotti, 2002; Fatás y Mihov, 2001) observan una respuesta positiva y significativa del consumo, otros pequeña o insignificante, pero lo cierto es que mediante la metodología VAR y hasta donde sabemos «no hay evidencia que apunte a una respuesta negativa y significativa del consumo conforme a las predicciones del modelo neoclásico» (Galí et al., 2007, p. 231). Por el contrario, la evidencia acerca de la respuesta de la inversión no es inequívoca.¹²

Sin embargo, otras metodologías sí respaldan las conclusiones de la escuela neoclásica. Ramey y Shapiro (1998), por ejemplo, emplean un enfoque narrativo para identificar shocks positivos de gasto militar y concluyen que el gasto público incrementa el PIB, pero reduce el consumo y los salarios reales, en lo que resulta un multiplicador inferior a 1. Así lo atestiguan tanto los resultados de Ramey y Shapiro como estudios posteriores (Edelberg et al., 1999; Burnside et al., 2004). Otros estudios muestran la existencia de efectos no keynesianos durante episodios de consolidación fiscal. Giavazzi y Pagano (1990), por ejemplo, muestran multiplicadores de gasto negativos

con alzas de PIB a pesar de los fuertes recortes en gasto público experimentados, mientras que Perotti (1999) obtiene evidencia de una correlación negativa entre consumo y gasto público durante dichos episodios de consolidación fiscal. En cambio, Galí et al. (2007) señalan que dichos efectos no keynesianos de la consolidación se evidencian solo en circunstancias de estrés fiscal (ratios de deuda/PIB inusualmente elevados), mientras que en circunstancias normales los efectos serían de signo contrario. Un factor determinante a la hora de obtener resultados empíricos en uno u otro sentido es el *timing* en el que se produce la expansión del gasto público. Así, Ramey (2011) sostiene que los resultados obtenidos por los modelos neoclásicos –en particular el enfoque de Ramey y Shapiro– son más fiables porque capturan el *timing* de las noticias sobre futuros incrementos del gasto público mucho mejor que el enfoque VAR. Los modelos VAR tenderían a capturar los shocks con retardo, perdiéndose así la caída inicial del consumo y los salarios reales que se produce tan pronto como la noticia es conocida.

De todo lo dicho, ¿qué efectos cabe esperar del actual proceso de consolidación fiscal en España? El efecto positivo es que debería servir para, al menos en teoría, poder seguir financiando la emisión de deuda pública a un coste no prohibitivo. Así, podemos encontrar en la literatura empírica modelos que justifican y alientan las virtudes de la consolidación fiscal para la economía española. Dos ejemplos son el modelo FiMod (Stähler y Thomas, 2012) utilizado por Hernández de Cos y Thomas (2012) y el modelo trimestral del Banco de España (MTBE).

Hernández de Cos y Thomas (2012) construyen un modelo de unión monetaria formada por dos países (España y el resto de la UEM) con cuatro características: entre ellos existe intercambio de bienes y de bonos, en el mercado laboral de cada país hay fricciones de búsqueda y emparejamiento, una parte de los hogares está sujeta a restricciones de liquidez y en cada país existe una autoridad fiscal que recauda impuestos y realiza gasto público. A continuación simulan escenarios alternativos de consolidación fis-

¹² Fatás y Mihov (2001) encuentran una respuesta positiva de la inversión, mientras que Blanchard y Perotti (2002) consideran que es negativa y significativa. Perotti (2004) aplica la metodología de Blanchard y Perotti (2002) a varios países de la OCDE y observa que el signo y magnitud de la respuesta del consumo privado imita la del PIB. Mountford y Uhlig (2009) observan un efecto *crowding out* sobre la inversión residencial y no residencial, pero sin afectar al consumo. Cogan et al. (2010) explican que los modelos neo-Keynesianos son los que se enseñan habitualmente en las universidades y los más empleados para la implantación de políticas públicas porque capturan la manera en que las expectativas de los agentes y el comportamiento microeconómico varía en respuesta a las políticas económicas, y porque además sus predicciones se ajustan a los datos observados empíricamente. Según Woodford (2009) un modelo de referencia del consenso actual en macroeconomía sería el de Smets y Wouters (2007), un modelo neo-Keynesiano basado en el modelo previo de Christiano et al. (2005).

cal en los que, en cada uno, consideran un ajuste permanente en uno de los siguientes instrumentos: subidas en los tipos impositivos sobre el consumo, las rentas salariales y las rentas de capital (por lo que respecta a los ingresos) y recortes en las compras netas, inversión pública,

salarios públicos y empleo público (por lo que respecta a los gastos). Finalmente, miden los efectos medios de cada medida sobre el PIB y el empleo en el primer año después de la entrada en vigor de la medida (corto plazo) y en el cuarto año (medio plazo).

TABLA 1. EFECTOS DE CORTO Y MEDIO PLAZO DE DIFERENTES MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Instrumento de Consolidación	Variación en el instrumento	Año 1		Año 4	
		PIB	Empleo	PIB	Empleo
Impuestos s/ consumo	1,75	-0,18	-0,27	-0,16	-0,24
Impuestos s/ salarios	2,18	-0,14	-0,22	-0,19	-0,39
Impuestos s/ rentas capital	11,83	-0,29	-0,38	-0,67	-0,30
Compras netas	-13,23	-0,61	-0,88	-0,24	-0,31
Inversión pública	-28,17	-0,72	-0,96	-0,82	-0,55
Salarios públicos	-13,52	0,30	0,47	1,57	2,23
Empleo público	-13,52	-0,42	-0,80	-0,46	-1,13

Fuente: Hernández de Cos y Thomas (2012).

TABLA 2. EFECTOS DE DIFERENTES MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL CON EFECTOS DE CONFIANZA

Instrumento de Consolidación	Variación en el instrumento	Año 1		Año 4	
		PIB	Empleo	PIB	Empleo
Impuestos s/ consumo	1,75	-0,05	-0,09	0,09	-0,04
Impuestos s/ salarios	2,18	-0,02	-0,05	0,05	-0,21
Impuestos s/ rentas capital	11,83	-0,16	-0,21	-0,41	-0,09
Compras netas	-13,23	-0,51	-0,75	-0,02	-0,13
Inversión pública	-28,17	-0,65	-0,87	-0,65	-0,41
Salarios públicos	-13,52	0,52	0,77	2,03	2,61
Empleo público	-13,52	-0,34	-0,69	-0,28	-0,96

Fuente: Hernández de Cos y Thomas (2012).

En la Tabla 1 se observa que, excepto la reducción de los salarios públicos, todas las estrategias de consolidación tienen efectos negativos sobre el empleo y el PIB en el corto plazo, siendo el recorte de la inversión pública y la minoración de las compras netas las dos estrategias más contractivas. Los aumentos impositivos tienen efectos contractivos tanto a corto como a largo plazo, pero cabe destacar que dichos efectos son más

moderados –especialmente en términos de destrucción de empleo– que los de buena parte de las medidas de contención de gasto. En concreto, las dos medidas más contractivas a medio plazo son el recorte de la inversión pública y el aumento en el impuesto sobre las rentas de capital. Por el contrario, el recorte de los salarios públicos aumenta el empleo y el PIB tanto a corto como a medio plazo.

El modelo FiMod permite observar, además, que los efectos contractivos se ven mitigados si se introducen efectos confianza (medidos como una reducción del tipo de interés de 4 puntos básicos anuales por cada punto porcentual que se reduzca la ratio deuda pública/PIB) tal y como se detalla en la Tabla 2 de la página anterior.

Para estimar los efectos a largo plazo, Hernández de Cos y Thomas (2012) calculan el

equilibrio del estado estacionario al que converge la economía en respuesta a cada una de las medidas fiscales adoptadas. En este caso, como se observa en la Tabla 3, la mayoría de las medidas acaban teniendo efectos positivos sobre el PIB y el empleo. Además, estos efectos beneficiosos son más importantes cuando se incorporan efectos confianza.

TABLA 3. EFECTOS DE LARGO PLAZO DE DIFERENTES MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Instrumento de Consolidación	Consolidación base			
	PIB	Empleo	Deuda / PIB	Impuestos s/ salarios
Impuestos s/ consumo	0,71	0,78	-8,73	-3,49
Impuestos s/ salarios	0,14	0,15	-7,03	-0,63
Impuestos s/ rentas capital	-2,69	-0,47	-5,02	-2,01
Compras netas s. público	0,27	0,48	-8,07	-3,23
Inversión pública	-4,40	-1,59	0,71	0,28
Salarios públicos	3,90	4,30	-18,29	-7,32
Empleo público	1,16	0,26	-10,12	-4,05

Fuente: Hernández de Cos y Thomas (2012).

El otro modelo de simulación que analiza los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento de la economía española es el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), el cual asume que la economía española es una economía pequeña y abierta dentro de una unión monetaria, y en la que la dinámica de corto plazo está determinada básicamente por la demanda. En su última versión está estimado con datos del periodo 1995-2008.¹³ Pues bien, si comparamos los resultados ofrecidos por el FiMod y el MTBE, se obtiene que los efectos pronosticados sobre el PIB por los dos modelos de simulación son similares en el primer año y, sin embargo, divergen en el segundo año tal como se desprende de la Tabla 4 representada en la siguiente página.

Que los efectos sobre el PIB simulados por los dos modelos sean más o menos similares en el

primer año y, sin embargo, diverjan más en el segundo año es debido a la distinta especificación de los modelos. En el modelo FiMod –pero no en el MTBE– los agentes son *forward-looking* y tienen información completa. Por lo tanto, su reacción ante una medida de consolidación fiscal es inmediata e incorpora la expectativa de que un mayor ajuste hoy llevará a un menor ajuste mañana, lo cual tiende a suavizar los efectos de la consolidación sobre el crecimiento. Además, el modelo FiMod incorpora agentes Ricardianos que aumentan su consumo hoy en previsión de menores impuestos mañana.

Esta visión positiva de la consolidación fiscal en España que emana de los modelos FiMod y MTBE no es, sin embargo, compartida de manera generalizada. Autores como Andrés y Doménech (2012) o de la Dehesa (2012a) sostienen que dicha consolidación puede resultar más negativa de lo habitual para el crecimiento por al menos cuatro razones. En primer lugar, porque está basada en

¹³ Véase Hurtado et al. (2011).

un objetivo de corrección del déficit en términos del PIB nominal y total en lugar de en términos del PIB estructural en función de la situación en el ciclo de cada economía de la Eurozona. En efecto, dado que en el año 2010 España se comprometió a lograr –en un escenario de crecimiento del 1,3%

del PIB en 2011, el 2,3% en 2012 y el 2,4% en 2013– un objetivo de déficit fiscal del 6% del PIB en 2011, el 4,4% en 2012 y el 3% en 2013, basta con que las previsiones de crecimiento no se vean refrendadas para que el objetivo sea inalcanzable. Y las previsiones no se han cumplido.

TABLA 4. EFECTOS SOBRE EL PIB DE UNA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN LOS MODELOS FIMOD Y MTBE

Instrumento de Consolidación	Variación en el instrumento	FiMod		MTBE	
		Año 1	Año 2	Año 1	Año 2
Impuestos s/ consumo	1,75	-0,18	-0,20	-0,19	-0,55
Impuestos s/ salarios	2,18	-0,14	-0,13	-0,19	-0,62
Impuestos s/ rentas capital	11,83	-0,29	-0,48	-0,09	-0,27
Compras netas	-13,23	-0,61	-0,40	-0,71	-0,68
Inversión pública	-28,17	-0,72	-0,68	-0,71	-0,68
Salarios públicos	-13,52	0,30	0,88	-0,26	-0,52
Empleo público	-13,52	-0,42	-0,60	-0,75	-1,59

Fuente: Hernández de Cos y Thomas (2012).

En segundo lugar, porque el BCE tiene una singularidad con respecto al resto de bancos centrales: no es prestamista de última instancia de los Tesoros nacionales de cada Estado de la Eurozona, lo cual significa que la deuda soberana de cada Estado está emitida en una moneda que las autoridades de dicho Estado no controlan. Es probable que el alto coste impuesto por los mercados internacionales a la deuda española esté parcialmente explicado por esta singularidad del BCE.¹⁴

En tercer lugar, porque España y otros países de la Eurozona están inmersos en procesos de consolidación fiscal sin recibir ayuda alguna del presupuesto europeo. Más aún, los países que cumplen el déficit, tienen margen presupuestario y, además, un alto nivel de ahorro deberían estimular su demanda interna para ayudar a las exportaciones

y al crecimiento de los países en apuros y, en cambio, están aplicando contracciones fiscales. Es un claro ejemplo de juego no cooperativo.

En cuarto lugar, porque el BCE no complementa la consolidación fiscal con una política monetaria expansiva y de depreciación del euro. Y dado que el euro continúa estando muy apreciado frente al dólar, los países con problemas tienen gran dificultad para exportar fuera de la Eurozona, lo cual no ayuda precisamente a la recuperación del crecimiento.¹⁵

Lo anterior nos obliga a examinar detalladamente el estado de las finanzas públicas en España y las políticas de consolidación implementadas hasta la fecha antes de argumentar acerca de

¹⁴ Por ejemplo, a pesar de que Inglaterra exhibe un ratio de deuda pública/PIB muy superior a la que tiene España, su calificación crediticia es AAA, mientras que la de España es BBB.

¹⁵ La experiencia indica que el euro se deprecia frente al dólar solo cuando los inversores asignan más probabilidad al evento de que desaparezca como moneda. Por ello, cuando los inversores venden la deuda de España que tienen en sus carteras (lo cual hace que la rentabilidad de dicha deuda aumente) pasan a invertir en bonos alemanes, es decir, continúan manteniendo sus posiciones en euros, al ser el euro un seguro natural de cambio frente al dólar.

las medidas que parecen necesarias para intentar combinar crecimiento y consolidación fiscal.

4. LA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Cualquiera que sea la consolidación fiscal implementada para resolver el problema de financiamiento del sector público solo tendrá éxito en la medida en que ayude a superar cinco problemas clave de la economía española. Primero, dado que todos los agentes del sector privado (economías domésticas, empresas y sector financiero) están fuertemente endeudados, las políticas económicas deben dar tiempo a que el proceso de desapalancamiento del sector privado se materialice. Segundo, será imprescindible conseguir que la economía crezca, pues solo con crecimiento se conseguirá resolver el principal problema social –el desempleo– al tiempo que aliviar el endeudamiento del sector privado y representar una ayuda para la sostenibilidad de la deuda pública. Tercero, debe garantizarse la sostenibilidad de la deuda pública, lo cual pasa necesariamente por conseguir dos objetivos: un alto crecimiento nominal de la economía que reduzca el umbral de déficit necesario para garantizar la estabilidad e implementar una política de consolidación fiscal efectiva que consiga alcanzar el superávit fiscal primario. Cuarto, debe romperse el «círculo vicioso» de endeudamiento bancario y soberano, que está afectando tanto a la sostenibilidad de la deuda pública como a la estabilidad del sistema financiero. Quinto, deben resolverse los desequilibrios comerciales de la Eurozona, los cuales se manifiestan en los fuertes déficits y superávits por cuenta corriente existentes en muchas de sus economías. Superarlos requiere que las autoridades europeas asuman de una vez por todas que superávits y déficits comerciales son un juego de suma cero.

Si analizamos más en detalle el endeudamiento de la economía española, se constatan dos fenómenos: el endeudamiento del sector privado es muy superior al endeudamiento público y éste último ha aumentado a un ritmo muy elevado en los últimos años. Es conocido que este endeuda-

miento ha servido para que la economía haya crecido durante mucho tiempo por encima de su potencial endógeno. En la Figura 1 de la siguiente página se observa que la economía española cerró el año 2011 con una deuda pública del 68,5% del PIB, según los datos del Banco de España y escaló, sin embargo, al 75,9% en el segundo trimestre de 2012.¹⁶ La cifra es la más alta registrada en el último siglo y es más del doble del nivel de deuda existente cinco años antes.

Con todo, a pesar de esta negativa evolución y de que el 75,9% se aleja del 60% de endeudamiento máximo que exige la UE a cada país, el endeudamiento público en España sigue siendo inferior al de Alemania, Francia o el Reino Unido, tal y como se desprende de los datos ofrecidos en la Figura 2 de la siguiente página.

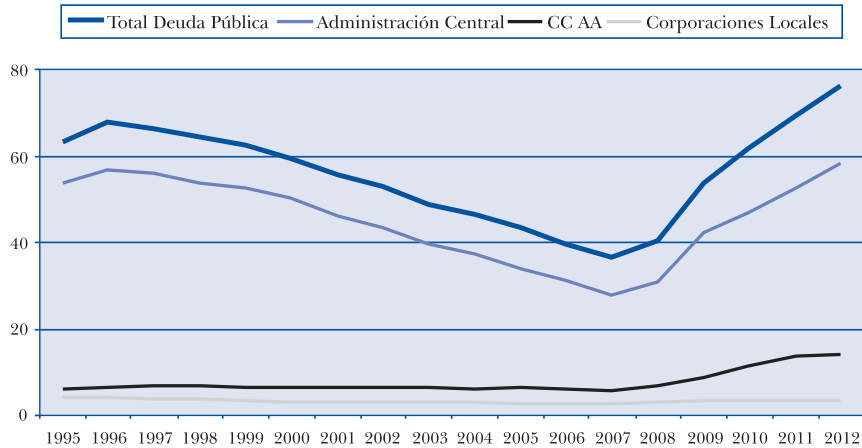
También es significativo que países de la Eurozona como Italia o Grecia tuvieron durante todo el período un endeudamiento superior al 100% del PIB sin que esto fuera, aparentemente, motivo de especial preocupación para la UE o el BCE. Al mismo tiempo, Francia y Alemania incumplieron de forma reiterada el objetivo de deuda pública del 60% hasta el punto de que a día de hoy ambos países tienen una deuda pública superior al 80%, sin que ello haya producido sobre-reacción de los mercados con respecto al coste de financiación de la deuda de estos países. ¿Cómo se explica entonces que la deuda pública de España tenga un elevado sobrecoste con respecto a las de Alemania o Francia?

En el año 2007 se alcanzó la menor deuda pública en España. En los 10 años previos la deuda pública descendió en forma constante, siguiendo una tendencia diferente a la de los otros países de la Eurozona. Sin embargo, las cosas fueron distintas en lo que respecta al comportamiento de la deuda privada (sectores no financieros), tal como se muestra en la Figura 3 representada en la página 271.

¹⁶ Esta negativa evolución de la ratio deuda pública/PIB se verá agravada en lo que resta de año, de confirmarse las predicciones del Gobierno español y del FMI (FMI, 2012a) que apuntan a una ratio por encima del 90% a finales de 2012.

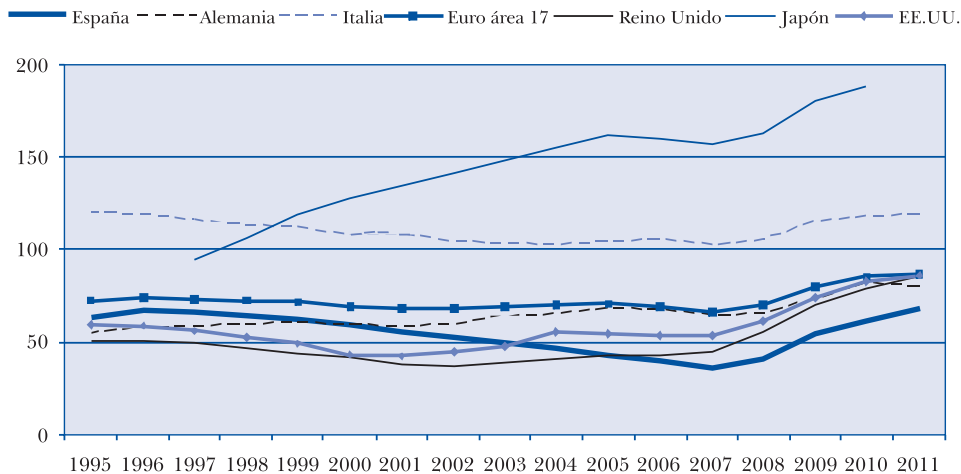


FIGURA 1. DEUDA DE LAS DISTINTAS AA.PP. EN RELACIÓN AL PIB (%)



Fuente: Banco de España.

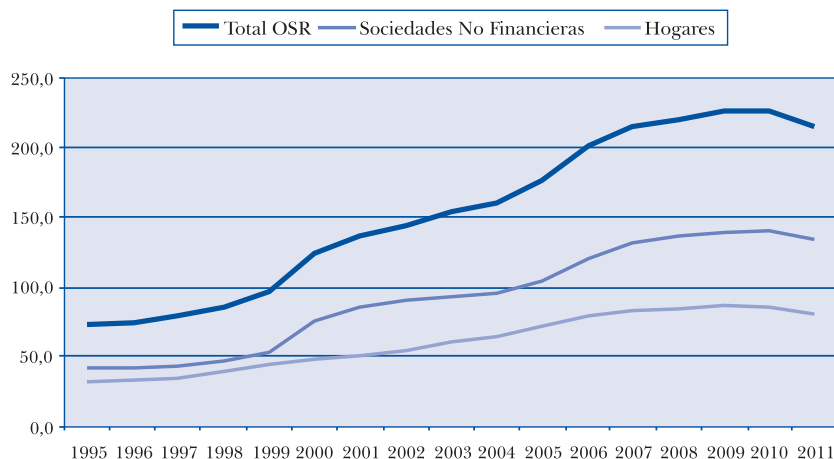
FIGURA 2. NIVEL DE DEUDA PÚBLICA DE VARIOS PAÍSES CON RESPECTO A SU PIB (%)



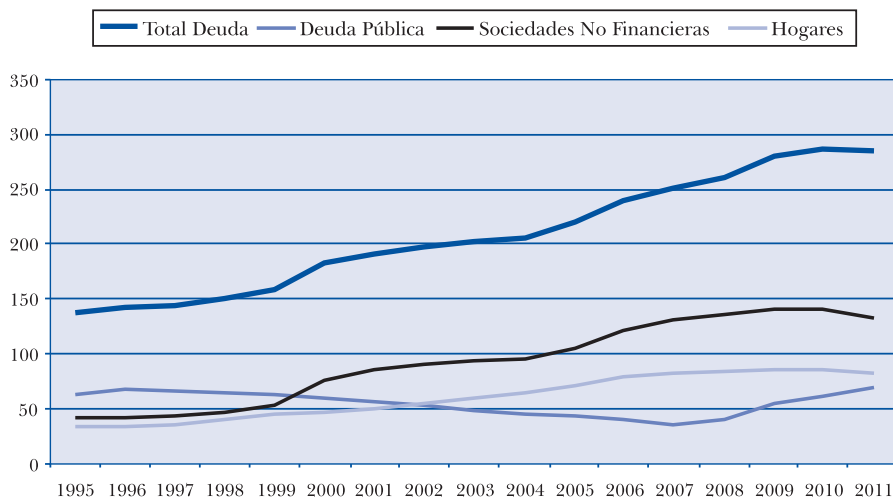
Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

Por lo tanto, mientras que la deuda pública experimentó un continuo descenso durante el periodo 1998-2007, la deuda privada tuvo una trayectoria de creciente ascenso. En solo siete años (desde 1999 a 2006) la deuda privada de los sectores no financieros pasó del 100% al 200% del PIB, creciendo a un ritmo promedio del 10% anual sobre el crecimiento del PIB. La caída del

endeudamiento que se ha producido en el sector privado desde el año 2009 refleja el proceso de desapalancamiento privado y que ni siquiera las inyecciones del BCE recibidas por la banca ha podido reactivar. La Figura 4 de la siguiente página muestra la deuda total y ofrece, sin duda, una mejor visión de conjunto.

FIGURA 3. DEUDA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN RELACIÓN AL PIB (%)

Fuente: Banco de España.

FIGURA 4. DEUDA DEL SECTOR PRIVADO (NO FINANCIEROS) Y PÚBLICO EN ESPAÑA EN RELACIÓN AL PIB (%)

Fuente: Banco de España.

Aunque el desapalancamiento privado ha significado el hundimiento de la nueva deuda y el crédito, ha sido el fuerte incremento de la deuda pública el que mantiene la deuda total en niveles cercanos al 300% del PIB. Con todo, el saldo de la cuenta de las operaciones financieras (u operaciones financieras netas) en porcentaje del PIB, es

decir, (Adquisiciones netas de activos financieros - Pasivos netos contraídos / PIB) del resto del mundo con la economía española, que aproximaría el saldo de la cuenta financiera de la economía española con el exterior; evidencia que el proceso de desapalancamiento de la economía española está siendo significativo. Desde el tercer trimestre de



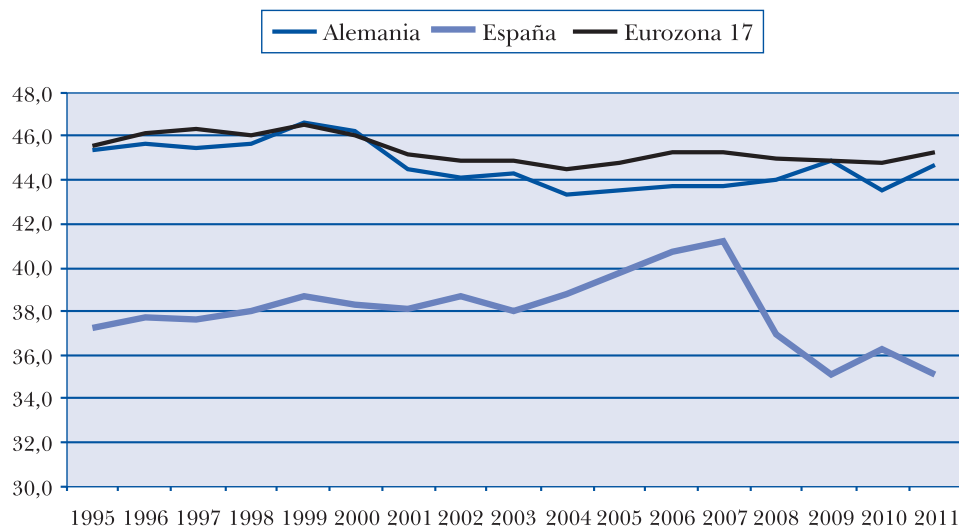
2007 al tercer trimestre de 2011, el saldo financiero del sector privado ha mejorado en 17,65 puntos porcentuales sobre el PIB, pasando de un saldo financiero negativo a uno positivo. El problema es que el conjunto de las Administraciones Públicas han pasado en este periodo de un saldo de su cuenta financiera positivo a otro muy negativo por el aumento de los desequilibrios presupuestarios. En porcentaje del PIB ello se ha traducido en un empeoramiento del saldo financiero acumulado entre el tercer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2011 de 11,62 puntos porcentuales.

Asimismo, cabe destacar una desventaja adicional para la economía española: la situación de las finanzas públicas se caracteriza por un fuerte déficit fiscal que, cuando se compara con el de los países del entorno, se constata que tiene su origen en una menor capacidad recaudatoria más que en un excesivo gasto público.

En efecto, en la Figura 5 se observa que los ingresos del Estado español suponen el 35% del

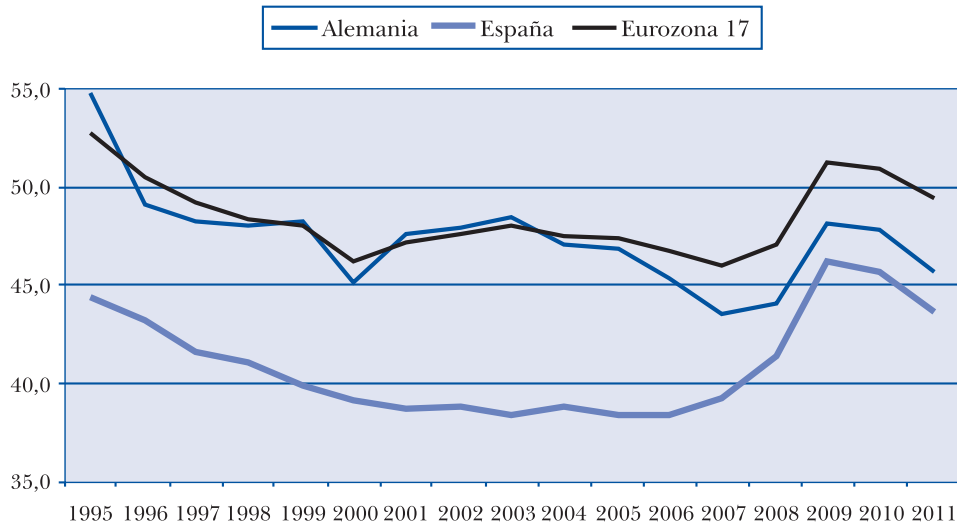
PIB, frente al 45% de Alemania o la media de la Eurozona. También se aprecia el fuerte desplome de la recaudación fiscal en España a raíz de la crisis financiera, lo cual no ocurrió en los demás países de la Eurozona.¹⁸ El gasto público, en cambio, es inferior en casi 6 puntos con respecto a la Eurozona (43,6% frente a 49,4%) tal y como queda ilustrado en la Figura 6 de la siguiente página. El hándicap de la economía española reside en que corregir este diferencial de menores ingresos en un momento de recesión económica como el actual es contraproducente, de acuerdo con la revisión teórica y la evidencia empírica ofrecidas a lo largo de este capítulo. Por ello, sería imprescindible una combinación de reducción de gasto público con la implantación gradual de aumentos impositivos que corrijan este desequilibrio y que, en la medida de lo posible, tengan un reducido efecto sobre el consumo, como por ejemplo la implantación de un tipo de IVA superior a los productos de lujo.

FIGURA 5. INGRESOS PÚBLICOS DE ALEMANIA, ESPAÑA Y ZONA EURO EN RELACIÓN AL PIB (%)



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

¹⁸ Es probable que una buena parte de esa caída de la recaudación provenga del pinchazo de la burbuja inmobiliaria tal y como sugiere la tendencia alcista en el periodo 2003-2007.

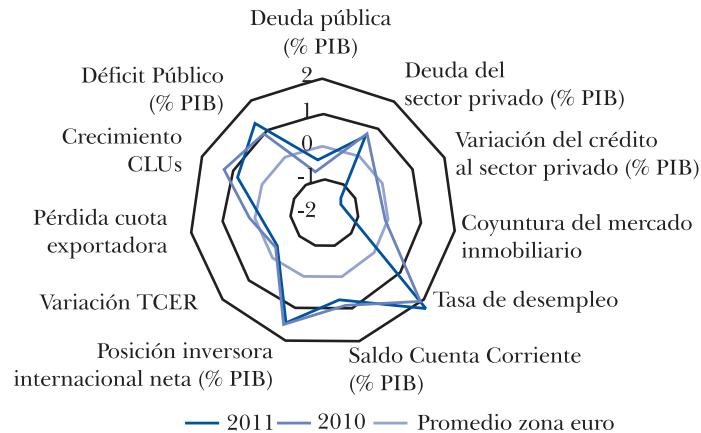
FIGURA 6. GASTO PÚBLICO DE ALEMANIA, ESPAÑA Y LA EUROZONA EN RELACIÓN AL PIB (%)

Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

En este contexto, España y otros países de la Eurozona están aplicando drásticos procesos de consolidación fiscal. En el caso de España, las principales medidas implementadas por los últimos dos gobiernos incluyen congelaciones y/o rebajas de salarios y empleo público, control del gasto corriente, fuertes reducciones en las partidas de inversión pública y alzas impositivas tanto en renta (IRPF) como en consumo (IVA e impuestos especiales). Algunas de estas medidas, como la contención de los salarios públicos y el gasto corriente, están en consonancia con el consenso académico; otras como la reducción de inversión pública y las subidas de impuestos en recesión, no. Sin embargo, todas ellas parecen inevitables dado el desequilibrio fiscal con origen fundamentalmente en la caída de ingresos del que partimos. De lo que no cabe duda es de que, con el sector privado fuertemente endeudado y en proceso de desapalancamiento, y ausente el sector público para tirar de la demanda agregada, el motor del crecimiento solo puede venir de

fuera. De las políticas encaminadas a mejorar la productividad, la competitividad, la apuesta decidida de las empresas por su internacionalización... Pero también, necesariamente, de las políticas inflacionarias (en particular, en los países del centro de la Eurozona), las políticas de estímulo fiscal mediante el presupuesto europeo y el aplazamiento por un tiempo de la consolidación fiscal en los países del centro de la Eurozona.

Dado el disenso existente acerca de las bondades de la consolidación fiscal y a la espera de un cambio de rumbo por parte de las autoridades europeas, a las autoridades españolas no les quedan más opciones que seguir una estrategia de consolidación fiscal u otra. Cualquiera que sea la estrategia elegida, su éxito o fracaso quedará de manifiesto en la eventual corrección, o no, de los desequilibrios macroeconómicos de la economía española. Algo que, según la información de la Figura 7 de la siguiente página, no se ha conseguido hasta la fecha.

FIGURA 7. ESPAÑA (DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS)

Fuente: BBVA Research (2012).

5. A MODO DE CONCLUSIÓN

A partir del conocimiento aportado por los análisis teóricos y empíricos expuestos a lo largo de este trabajo se pueden extraer varias conclusiones. En primer lugar, el contexto de la economía española está caracterizado por el fuerte endeudamiento privado y el creciente endeudamiento público. Por si fuera poco, una desventaja adicional para la consolidación fiscal en España con respecto a otros países de su entorno es que el excesivo déficit público tiene su origen en los menores ingresos públicos. Por lo tanto, corregir ese diferencial vía aumento de impuestos en recesión económica podría resultar perjudicial.

En segundo lugar, no existe un amplio consenso sobre los efectos de la consolidación fiscal que se está llevando a cabo en España. Algunos autores sostienen que puede resultar más negativa de lo habitual para el crecimiento por varias razones: basta con que las previsiones de crecimiento no se cumplan para que el objetivo sea inalcanzable, la singularidad del BCE implica mayores costes de financiación pública en los mercados, los países europeos están consolidando todos al mismo tiempo sin que los países en apuros reciban ayuda del presupuesto europeo, y el BCE no acompaña el proceso con una política

monetaria expansiva y de depreciación del euro. En contraste, varios son los modelos empíricos que indican que la reducción de los salarios públicos tiene efectos expansivos a corto plazo, que los efectos contractivos de otras medidas de consolidación se verían mitigados si se introducen efectos confianza, y que a largo plazo los efectos de la consolidación serían positivos sobre el PIB y el empleo.

En tercer lugar, el objetivo del desapalancamiento del sector público no sólo debe ser reducir el desequilibrio presupuestario público, sino también aumentar la eficiencia de los programas de gasto público en sanidad, educación, prestaciones por desempleo, inversión pública, evitar duplicidades entre administraciones, etc. Esta mejora de la eficiencia de los programas de gasto público se tenía que haber afrontado tarde o temprano, con o sin crisis económica y financiera. Parafraseando a Guillermo de la Dehesa (2012a), «no se trata ahora de elegir entre austeridad y crecimiento, sino de conseguir una mezcla óptima entre el tamaño, composición y velocidad de la contracción fiscal, de implantación de las reformas estructurales y de que los Estados miembros de la Eurozona que crecen no sean austeros».

Completar la «cuadratura del círculo» que resuelva los principales problemas de la economía española (endeudamiento, crecimiento, sostenibilidad de la deuda, círculo vicioso de endeudamiento bancario y soberano, y déficit por cuenta corriente) cuenta con tres obstáculos adicionales. Primero, austeridad y crecimiento son objetivos deseables y necesarios, pero su consecución tiene inconvenientes. Por una parte, la austeridad provoca más recesión: a la evidencia empírica en la periferia europea se suma ahora el reciente informe del FMI (FMI, 2012b) según el cual las estimaciones más fiables del multiplicador fiscal oscilarían entre 0,9 y 1,7. Por otra parte, las políticas fiscales expansivas tendrán que venir necesariamente de fuera, pues ya no queda margen para que sea el Estado español quien las implemente: el desequilibrio fiscal adicional y la consecuente acumulación de deuda que provocarían son inasumibles con los niveles (90% del PIB a finales de 2012) y coste actuales.

Segundo, la literatura económica muestra que la estrategia más plausible de consolidación fiscal es reducir el gasto corriente, luego subir impuestos y, por último, recortar inversión pública, la más dañina, sin duda, de todas las opciones. Dejando a un lado que la primera opción por la que se decantaron tanto este gobierno como el anterior fue la de reducir inversión (probablemente por su menor coste político), la economía española cuenta con un problema adicional para seguir las recomendaciones de la literatura económica: el gasto público en España es 6 puntos de PIB inferior a la media de la Eurozona. Por lo tanto, el déficit público tiene su origen en una deficiente recaudación fiscal (35% del PIB frente al 45% de Alemania o de la media de la Eurozona) y corregirlo en un contexto de recesión sin dañar a la economía no será tarea fácil.

Por último, la inflación que los países del sur de Europa necesitan para hacer la deuda pública más sostenible choca con el enfoque institucional europeo donde el objetivo (único) del BCE es el control de la inflación en niveles mínimos, en lugar de combinar un doble objetivo inflación / crecimiento como hace por ejemplo la Reserva Federal en EE.UU.

De lo expuesto se infiere que completar la «cuadratura del círculo» sólo parece posible con la actuación conjunta de las autoridades españolas y europeas. El Gobierno español, concentrando esfuerzos en conseguir mejoras de productividad de los sectores público y privado para incrementar la competitividad de la economía e implementar una consolidación fiscal lenta y gradual que permita obtener superávits primarios. Teniendo en cuenta que la principal partida de gasto –pensiones aparte– es ya a estas alturas el pago de la deuda, parece imprescindible la ayuda externa. Es decir, solicitar ese «rescate blando» que ofrezca lo que en cualquier otra área monetaria se aplica por defecto: la intervención en los mercados de deuda para rebajar su coste. En cualquier caso habrá que ver las condiciones que se impondrán desde Europa.

El papel de Europa es aún más imprescindible si cabe. Que la gestión de la inflación y las políticas fiscales expansivas estén fuera del control de las Autoridades españolas no quiere decir que dejen de ser necesarias. A los procesos de unión bancaria y fiscal (supuestamente) en camino deben añadirse las tres siguientes medidas: (i) un objetivo de inflación más elevado –en particular en las economías del centro de la Eurozona–, (ii) un aplazamiento de los procesos de consolidación fiscal en los países de la Eurozona con superávits comerciales, (iii) estímulos fiscales mediante el presupuesto europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros mecanismos que ayuden a generar el crecimiento que la «periferia» de la Eurozona necesita.

Que la competitividad de la economía española mejore a través de incrementos de productividad y porque sean los países del centro de la Eurozona los que acepten tasas de inflación más elevadas y tiren de la demanda agregada será lo que permita resolver buena parte de los desequilibrios en el seno de la Eurozona. Intentar el proceso inverso, es decir, provocar la devaluación interna de la economía española, constituye un esfuerzo virtuoso en otro contexto, pero no en el actual. Rebajar salarios agravará el problema de endeudamiento de las economías domésticas, mientras que provocar deflación (que reducirá el crecimiento en términos nominales) obligará a las Autoridades a conseguir mayores superávits



primarios, es decir, a implementar consolidaciones fiscales aún más agresivas que las vigentes, provocando así más recesión todavía.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina, A. y S. Ardagna (1998), Tales of fiscal adjustments, *Economic Policy* 13(27), 487-545.
- Almunia, M., A.S. Benetrix, B. Eichengreen, K.H. O'Rourke y G. Rua (2009), The effectiveness of fiscal and monetary stimulus in depressions, *VoxEu.org*, 18/11/2009.
- Andrés, J. y R. Doménech (2012), The arithmetic of (excessive?) fiscal consolidation in Spain, *VoxEu.org*, 7/04/2012.
- Antelo, M. y D. Peón (2012), Fiscal consolidation and the sustainability of public debt in the GIPSI countries, *Mimeo*. Available upon request to the authors.
- Barro, R. (1979), On the determination of the public debt, *Journal of Political Economy* 87(5), 940-971.
- BBVA Research (2012), Situación Europa, *BBVA*, Segundo trimestre de 2012.
- Blanchard, O. y R. Perotti (2002), An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output, *Quarterly Journal of Economics* 117, 1329-1368.
- Burnside, C., M. Eichenbaum y J. Fisher (2004), Fiscal shocks and their consequences, *Journal of Economic Theory* 115, 89-117.
- Christiano, L.J., M. Eichenbaum y C.L. Evans, (2005), Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy* 113, 1-45.
- Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor y V. Wieland (2010), New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers, *Journal of Economic Dynamics and Control* 34, 281-295.
- Cour, P., E. Dubois, S. Mahfouz y J. Pisan-Ferry (1996), The cost of fiscal retrenchment revisited: how strong is the evidence? *CEPII Working Paper* 96-16.
- de la Dehesa, G. (2012a), Austeridad y crecimiento: evidencia empírica, *El País*, 20/05/2012.
- de la Dehesa, G. (2012b), Dos reglas fiscales diferentes, *El País*, 3/02/2012.
- Edelberg, W., M. Eichenbaum and J. Fisher (1999), Understanding the effects of shocks to government purchases, *Review of Economic Dynamics* 2, 166-206.
- Eggertsson, G. y P. Krugman (2012), Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach, *The Quarterly Journal of Economics* 121(3), 1469-513.
- Fatás, A. e I. Mihov (2001), The effects of fiscal policy on consumption and employment: Theory and evidence, *CEPR Discussion Paper n° 2760*.
- Feldstein, M. (2003), Rethinking stabilization, Manuscript, *Federal Reserve Bank Kansas City*.
- Finger, H. y A. Sadikov (2010), Reducción de la deuda pública, *Finanzas & Desarrollo*, junio, 36-38.
- Fondo Monetario Internacional (2010), *World Economic Outlook 2010*, Capítulo III.
- Fondo Monetario Internacional (2012a), Fiscal monitor update, *IMF* 16 de julio de 2012. (Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/02/pdf/0712.pdf>).
- Fondo Monetario Internacional (2012b), *IMF World Economic Outlook 2012*, Octubre de 2012. (Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>).
- Galí, J., J.D. López-Salido y J. Vallés (2007), Understanding the effects of government spending on consumption, *Journal of the European Economic Association* 5, 227-270.
- Geanakoplos, J. (2009), *The Leverage Cycle*, Cowles Foundation, July 2009.
- Giavazzi, F. and M. Pagano (1990), Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries, In *NBER Macroeconomics Annual 1990*, O.J. Blanchard y S. Fischer (eds.), MIT Press, 75-110.
- Hebous, S. (2011), The effects of discretionary fiscal policy on macroeconomic aggregates: A reappraisal, *Journal of Economic Surveys* 25(4), 674-707.



- Hernández de Cos, P. y C. Thomas (2012), El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general, *Documentos ocasionales n° 1205*, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. y E. Moral-Benito (2011), Endogenous fiscal consolidations, *Documento de Trabajo n° 1102*, Banco de España.
- Hurtado, S., E. Fernández, E. Ortega y A. Urta-sun (2011), Nueva actualización del Modelo Trimestral del Banco de España, *Documento Ocasional n° 1106*, Banco de España.
- Kormendi, R. y P. Meguire, (1985), Macroeconomic determinants of growth: cross-country evidence, *Journal of Monetary Economics* 16, 141-163.
- McKinsey Global Institute (2011), *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, July 2011.
- McKinsey Global Institute (2012), *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, January 2012.
- Miller, S.M. y F.S. Russek (2003), The relationship between large fiscal adjustments and short-term output growth under alternative fiscal policy regimes, *Contemporary Economic Policy* 21, 41-58.
- Mountford, A. y H. Uhlig (2009), What are the effects of fiscal policy shocks? *Journal of Applied Econometrics* 24, 960-992.
- Perotti, R. (1999), Fiscal policy in good times and bad, *Quarterly Journal of Economics* 114, 1399-1436.
- Perotti, R. (2004), Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries, *Working Paper*, IGIER, Milán.
- Perotti, R. (2005), Estimating the effects of fiscal policy in OECD Countries, *CEPR Discussion Paper* 4842.
- Ramey, V.A. (2011), Identifying government spending shocks: It's all in the timing, *Quarterly Journal of Economics* 126(1), 1-50.
- Ramey, V.A. y M.D. Shapiro (1998), Costly capital reallocation and the effects of governments spending, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 48, 145-194.
- Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2010a), Debt and Growth Revisited, *VoxEU.org*, 11/08/2010.
- Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2010b), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100(2), 573-578.
- Rotemberg, J. y M. Woodford (1992), Oligopolistic pricing and the effects of aggregate demand on economic activity, *Journal of Political Economy* 100, 1153-1297.
- Smets, F. y R. Wouters (2007), Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach, *American Economic Review* 97, 506-606.
- Stähler, N. y C. Thomas (2012), FiMod—A DSGE model for fiscal policy simulations, *Economic Modelling* 29(2), 239-261.
- Woodford, M. (2009), Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis, *American Economic Journal: Macroeconomics* 1, 267-279.



CREDIBILIDAD Y TRANSPARENCIA DEL SECTOR PÚBLICO

Carmen Alcaide.
Analista y ex Presidenta del INE

INTRODUCCIÓN

Durante la crisis actual se ha puesto de manifiesto la gran importancia que tiene la credibilidad de la actuación pública para todos los agentes económicos ya sean inversores ó consumidores. La economía española padece en estos momentos de una gran falta de credibilidad tanto en los mercados internacionales como nacionales, situación reflejada en todos los indicadores de confianza existentes ya sean indicadores financieros como la ya famosa prima de riesgo ó indicadores de la economía real como los indicadores de confianza de la producción y del consumo. Todos ellos reflejan un nivel de confianza lejos de lo deseable y necesario para el buen funcionamiento de la economía y de los mercados.

Una parte de esta falta de confianza se deriva de la insuficiente transparencia del sistema político español y de la gestión de sus dirigentes, así como también de las carencias de transparencia en el ámbito privado de instituciones y grandes empresas. La economía española, al igual que el resto de las economías modernas de mercado, solo puede funcionar de una manera eficiente 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.

La credibilidad se basa en la confianza y en el conocimiento veraz del funcionamiento de las instituciones y de sus directivos y gestores. Los mercados y los inversores en general necesitan

conocer con veracidad los datos de las instituciones y las empresas, tanto públicas como privadas y últimamente se han generado demasiadas dudas sobre la información ofrecida en Europa y en España. En la sociedad española, las deficiencias más acusadas e inquietantes de transparencia están en la opacidad de entidades que viven del Presupuesto y que forman parte del perímetro del Estado, aunque no sean propiamente Estado. Es el caso, por ejemplo, de los partidos políticos, las organizaciones sociales dependientes de recursos públicos, y de las entidades sociales y mercantiles que reciben subvenciones y ayudas del Estado. 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.

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. Este principio de transparencia afecta no sólo a la cantidad de la información suministrada, sino también, a la calidad de la información que se ofrece. Dicha información debe ser publicada de manera periódica y previsible, cumpliendo unos calendarios que el ciudadano conozca, para que pueda adaptar a ellos su ritmo de control de los poderes públicos. Pero además debe ser publicada de forma que resulte útil al ciudadano, es decir, con la suficiente desagregación como para dar una idea exacta del funcionamiento de los poderes públicos. Por últi-



mo, debe ser publicada en soportes accesibles, adecuados a las técnicas modernas y que permitan su estudio y análisis.

La información estadística constituye un input fundamental para la elaboración de diagnósticos, la formulación, instrumentación, control y evaluación de políticas públicas, así como un elemento indispensable en la realización de estudios e investigaciones por parte de usuarios del sector privado y académico, y del público en general. A la transparencia de la información estadística le dedicaré la última parte de mi exposición.

LAS EXIGENCIAS LEGALES

En términos generales la Constitución Española se refiere al derecho de los ciudadanos a conocer los asuntos públicos. En el artículo 23.1 reconoce el derecho de los ciudadanos a participar en los asuntos públicos, bien directamente o bien a través de sus representantes y en el artículo 103 establece que la Administración sirva con objetividad los intereses generales y actúe de acuerdo con los principios de eficacia, jerarquía, descentralización, desconcentración y coordinación, con sometimiento pleno a la Ley y al Derecho.

La Constitución española se refiere en concreto a la transparencia y accesibilidad de la información del sector público, al establecer en su artículo 105 b) que se regulará por Ley «el acceso de los ciudadanos a los archivos y registros administrativos, salvo en lo que afecte a la seguridad y defensa del Estado, la averiguación de los delitos y la intimidad de las personas». A pesar de este mandato es ahora recientemente cuando los dos últimos gobiernos han sentido la necesidad de legislar el derecho a la información establecido en dicho artículo de la Constitución.

El derecho de los ciudadanos a poder conocer la gestión pública, lo que la administración sabe del ciudadano y los procesos de decisión, gestión y archivo así como la regulación del acceso a la información es una exigencia democrática, concretada en muchos países mediante leyes específicas. Existen recomendaciones de la Unión

Europea para los países miembros y directivas pendientes de desarrollo en España. El único aspecto concretado en el Tratado de la UE es el referente a la información estadística, que ha sido posteriormente desarrollado por la Comisión Europea y EUROSTAT como organismo dentro de la Comisión responsable de la estadística.

España es uno de los últimos países de la UE en desarrollar una ley de transparencia de la información. Durante el gobierno socialista se preparó un anteproyecto de ley de acceso a la información pública que no llegó ni a ser aprobado en el Consejo de Ministros, ni en consecuencia presentado al Parlamento. En un borrador inicial, se reconocía la necesidad de que la norma tuviera el rango de Ley. En lo referente a la información económica y estadística se incluía, en primer lugar, un capítulo destinado al diseño de un catálogo de datos de obligada publicación en tiempo y forma, instando a los organismos competentes a la elaboración de calendarios que serían publicitados convenientemente.

Los intentos de alcanzar una mayor transparencia fueron concretados en el «Acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para asuntos económicos» sobre mejoras en la transparencia en el ámbito de la información económica proporcionada por el gobierno. En dicho acuerdo, los diferentes ministerios económicos y entidades como, la Seguridad social, el Instituto Nacional de estadística (INE) y el Banco de España se comprometían a cumplir con unas reglas de transparencia no existentes hasta el momento, excepto las parciales referidas a la estadística oficial del INE. En él se aseguraba que toda la información estadística de cada ministerio, incluidos los calendarios y las notas metodológicas, estarían accesibles y agrupadas desde un acceso de primer nivel en la página Web principal de cada ministerio. La Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos también acordó crear un Grupo de Trabajo para la mejora de la transparencia, con los siguiente objetivos: Someter la evaluación externa la realización del acuerdo. Realizar propuestas de mejora de las medidas propuestas y estudiar la viabilidad de culminar el



proceso de aumento de la transparencia con la promulgación de una Ley de Transparencia en la Información Económica.

A pesar de este intento del gobierno socialista, fueron algunos altos cargos los responsables de que no se llevase a buen fin ya que consideraban la información como un bien de su propiedad que podían utilizar en el momento más conveniente para sus intereses. La publicación en fecha y forma elegida por los responsables políticos en vez de atenerse a un compromiso a través de un calendario han sido usados como un instrumento en vez de considerarlo como un derecho de los ciudadanos.

EL PROYECTO DE LEY DE TRANSPARENCIA, ACCESO A LA INFORMACIÓN PÚBLICA Y BUEN GOBIERNO

El gobierno actual, aprobó en Consejo de Ministros de 27 de Julio de 2012, un proyecto de ley de Transparencia, Acceso a la información pública y Buen Gobierno. En el mes de agosto fue enviado al Parlamento donde ha estado en la Comisión Constitucional en periodo de enmiendas hasta final de septiembre.

En su exposición de motivos refleja el triple alcance de la Ley: incrementa y refuerza la transparencia en la actividad pública, que se articula a través de obligaciones de publicidad activa para todas las Administraciones y entidades públicas, reconoce y garantiza el acceso a la información regulado como un derecho de amplio ámbito subjetivo y objetivo y establece las obligaciones de buen gobierno que deben cumplir los responsables públicos así como las consecuencias jurídicas derivadas de su incumplimiento, lo que se convierte en una exigencia de responsabilidad para todos los que desarrollan actividades de relevancia pública».

El dictamen del Consejo de Estado, no vinculante para el gobierno, expresó la necesidad de una reflexión para corregir algunas deficiencias del proyecto. La crítica fundamental se refirió a

su carácter «abierto, genérico e indeterminado» siendo susceptible de generar conflictos de interpretación, lo que claramente choca con el propio concepto de transparencia.

Existen otros informes a los que no se ha dado publicidad aunque si están disponibles para los diputados. Aún así ha trascendido el informe de la Agencia de Protección de datos centrado básicamente en los datos de carácter personal. El proyecto de Ley, en el capítulo II sobre publicidad activa, artículo 3, establece claramente los límites para este tipo de datos. «Los límites al derecho de la información pública previstos en el artículo 11 y especialmente, el derivado de la protección de datos de carácter personal, regulado en el artículo 12». El Informe de la Agencia de protección de datos, a pesar de las limitaciones ya incluidas en el proyecto de ley, insiste en concretar más aun las limitaciones.

Tampoco se dispone del resumen de las aportaciones de los ciudadanos a la consulta pública realizada con anterioridad a la proposición de enmiendas. Lo único que ha trascendido de momento es que un significativo número de observaciones señalan la necesidad de configurar el derecho de acceso como un derecho fundamental regulado, por tanto, por una norma de rango orgánico. Con su actual redacción, la ley sigue siendo ordinaria y ante un conflicto, normalmente prevalecerían otros derechos fundamentales (como la protección de datos). En el ámbito de aplicación de la ley ha habido un interés expreso en que la Casa Real o todos los receptores de fondos públicos, incluidos ONG, partidos políticos, sindicatos o patronal, estuvieran incluidos en el alcance de la ley. Sin embargo, sin justificación ó con ella ninguno está de momento incluido.

El objeto de la Ley queda claramente expresado en el artículo 1º. «Esta ley tiene por objeto ampliar y reforzar la transparencia de la actividad pública, reconocer y garantizar el derecho de acceso a la información relativa a aquella actividad y establecer las obligaciones de buen gobierno que deben cumplir los responsables públicos así como las consecuencias derivadas de su incumplimiento».



Pero dentro de lo que podríamos calificar de ambigüedad ó inconcreción pondremos algunos ejemplos:

- ✓ En el artículo 2 se establece el ámbito subjetivo de aplicación de la Ley queda determinado con claridad que además del Estado y la Seguridad social, también están incluidas las administraciones territoriales y organismos y los entes dependientes del sector público. Sin embargo, posteriormente en algunos artículos, se echa en falta esta concreción al referirse en particular al Estado. Por ejemplo en el Título 2 referido al Buen Gobierno, el artículo 22 dedicado al ámbito de aplicación, se limita a los miembros del gobierno y altos cargos de la Administración general del Estado, dejando al margen a los gobiernos de las Comunidades autónomas que supongo tendrían que hacer su propio desarrollo de la Ley.
- ✓ Al establecer en el Capítulo III el derecho a la información pública establece en el artículo 11 los límites al derecho de acceso en forma mucho más amplia que como lo hace la Constitución. Además de las limitaciones en lo que afecte a la seguridad y defensa del Estado, la averiguación de delitos y la intimidad de las personas establecido en la Constitución, la Ley establece una lista prolija pero con ciertas vaguedades, como cuando se refiere a h) Los intereses económicos y comerciales, i) la política económica y monetaria, que pueden derivarse en negativas injustas de ese derecho a la información y que según el dictamen del Consejo de Estado pueden mermar seriamente la eficacia real del referido derecho.

LA TRANSPARENCIA ESTADÍSTICA

Como en otros muchos aspectos la legislación europea es fundamental para el cumplimiento de las obligaciones de los Estados Miembros. En materia de información estadística, el tratado de

la Unión Europea, en el artículo 338 del Tratado de Lisboa, se refiere a la ley o ley marco europea, que establecerá las medidas de elaboración de estadísticas cuando sea necesario para llevar a cabo las actividades de la Unión. Establece que «la elaboración de la estadísticas respetará la imparcialidad, fiabilidad, objetividad, independencia científica, rentabilidad y el secreto estadístico y no ocasionará cargas excesivas a los operadores económicos».

En enero de 1999, el Ecofin, encargó a la Oficina Estadística de la Comisión Europea (Eurostat) elaborar un plan de Acción del EMU, demandando una serie de estadísticas que han obligado a todos los países a incrementar sus esfuerzos ya sea en términos de ofrecer una información más detallada o de acortar los plazos de disponibilidad de la información elaborada. El objetivo es disponer de la información comparable que haga posible la valoración de las políticas económicas aplicadas en los países. El Plan de Acción de la UME, presentado al Consejo ECOFIN en septiembre de 2000, supuso un gran paso hacia la mejora de las estadísticas macroeconómicas infra anuales de la UE y la zona del euro.

El Plan de Acción EMU exige que los Estados miembros aceleren la producción de las series de datos nacionales para que la Comisión Europea produzca y publique los Principales Indicadores Económicos Europeos (PIEEs), una demanda del Banco Central Europeo con el fin de disponer de indicadores comparables para la aplicación de la política monetaria europea. Con la creación e implantación del Euro, la aplicación de una política monetaria común hace patente la necesidad de disponer por parte del Banco Central Europeo, de indicadores coyunturales rápidos para el conjunto de la UEM, comparables con los de otras áreas económicas y fundamentalmente con los Estados Unidos. Los últimos Consejos de Lisboa y Barcelona establecieron también la necesidad de disponer de indicadores estructurales, comparables en diversas materias: Uso de las nuevas tecnologías, medio ambiente y crecimiento sostenible.

Frente a este intenso crecimiento de la demanda de información estadística se realiza un gran

esfuerzo de coordinación entre Eurostat y los INE's de los Estados Miembros. Dentro del principio de subsidiaridad, Eurostat no es más que una Dirección General de la Comisión y cada INE de cada Estado miembro lucha por separado con su Gobierno para obtener los recursos necesarios y abordar todas las nuevas obligaciones.

Actualmente, el Plan de Acción del EMU abarca las cuentas nacionales trimestrales, las cuentas trimestrales de la Administración pública, las estadísticas de los mercados de trabajo, las estadísticas coyunturales de las empresas y las estadísticas sobre comercio exterior. Cada Estado miembro debe transmitir los datos que contribuyen a los diferentes PIEEs junto con una evaluación cuantitativa, los metadatos precisos, es decir, información sobre las fuentes, métodos y fórmulas empleados, así como las explicaciones adecuadas que permitan hacer revisiones de gran envergadura.

La esencia de los PIEEs es la producción de un conjunto de 19 indicadores coyunturales (mensuales y trimestrales), concebidos como herramienta de apoyo para el análisis económico y la política monetaria, disponibles primero para Europa (principio First for Europe), y que deben satisfacer los más altos estándares internacionales de calidad, particularmente en lo que respecta a la puntualidad y oportunidad de la difusión de los datos.

Por último, a través de una comparativa entre los Estados miembros de la UE se identifican las mejores prácticas de cara a mejorar la puntualidad de los datos y la compilación de algunos de los PIEEs, invitando al Sistema Estadístico Europeo a promover y extender la aplicación de estas buenas prácticas.

Todos los aspectos sobre la calidad de la información estadística se han desarrollado en EUROSTAT que como organismo de la Comisión Europea responsable de la información estadística acordó y adoptó en el 24 de febrero de 2005 el «European Statistics Code Of Practice». El código abarca 15 principios, de obligatorio cumplimiento para todos los estados de la UE. Aunque en la mayoría se puede encontrar alguna

referencia a la información, sobresalen los de: 1º: profesionalidad e independencia, el 4º: calidad, el 6º: imparcialidad y objetividad, el 11º: relevancia y el 15º: accesibilidad y claridad. El Código de buenas prácticas, está publicado en español en la Web del INE.

Con el propósito de concretar y controlar la aplicación del código, se creó un comité European Statistical Governance Advisory Board (ESGAB) en cuyo último informe del 2010 hace referencia en su introducción al daño que el caso Griego ha hecho sobre la credibilidad de la información estadística, reforzando la necesidad de continuar mejorando la aplicación del código de buenas prácticas.

Las Estadísticas Oficiales son la fuente más importante y confiable de información económica y social. La Ley de la Función Estadística Pública 12/1989, de 9 de mayo, que constituye el pilar de la legislación estadística básica, regula la función estadística para fines estatales, la organización de los servicios estadísticos y las relaciones en materia estadística con las Comunidades Autónomas, las Corporaciones Locales, así como con la Comunidad Europea y Organismos Internacionales. Las estadísticas para fines estatales son todas aquellas que el Estado acuerde, sin más límite que el incluirlas en el Plan Estadístico Nacional (PEN) que, aprobado por Real Decreto con un periodo de vigencia de cuatro años, se presenta como principal eje ordenador de la actividad estadística del Estado.

El Instituto Nacional de Estadística (INE), como responsable de la realización de prácticamente todas las operaciones estadísticas que se basan en encuestas, tiene que asumir el reto de responder a una creciente demanda, nacional, internacional e incluso regional, de datos e indicadores estadísticos manteniendo altos estándares de calidad.

Otros Organismos se ocupan de otras informaciones: El Banco de España como institución independiente atiende la Información Financiera. El Ministerio de Hacienda, a través de la IGAE, se encarga de la información presupuestaria y fiscal y de las estimaciones de déficit públi-



co. Además, un comité formado por técnicos del INE, Banco de España y la IGAE analiza los datos del sector público para trasladarlos oficialmente a la Comisión Europea e incorporarlos a la Contabilidad Nacional del INE.

El Sistema Estadístico Español es, comparado con otros sistemas estadísticos, de gran complejidad debido al gran número de actores que conforman el sistema. La Estadística Oficial en España guarda simetría con la configuración político-administrativa del país y se estructura de forma paralela a la Administración Pública, es decir, en tres niveles como consecuencia de la definición de un Estado muy descentralizado, pudiéndose distinguir la estadística Estatal, la Autonómica y, en menor medida, la estadística Local.

Este contexto exige que todos los agentes, locales, autonómicos y estatales, que intervienen en la elaboración de las estadísticas oficiales estén coordinados y se sometan a las mismas reglas y normas de funcionamiento y técnica estadística, tanto desde el punto de vista institucional como en el ámbito de los procesos y productos estadísticos, y se asegure un aprovechamiento eficiente en la utilización de los recursos disponibles, evitar duplicidades y garantizar cobertura de información de todos los sectores de interés. Pero los servicios de estadística de las Comunidades Autónomas, han replicado la ley y los programas estadísticos del INE y los calendarios. Además son pocos (País Vasco y Andalucía), los que hacen alguna aportación estadística propia, comportándose en general como servicios de estudios de las consejerías de economía de las CCAA. No disponen de independencia respecto a sus autoridades políticas aunque se coordinan con el INE a través del Comité Interterritorial de Estadística.

En cuanto al cumplimiento del Código de Buenas Prácticas, España lo ha aprobado y cumple con las exigencias de transparencia y puntualidad en su información. Además tiene el compromiso de impulsar la transparencia con los usuarios y con los medios de comunicación. Publica al comienzo del año el calendario, con

fechas concretas, de las estadísticas coyunturales y muy aproximadas, en las estructurales. El INE es independiente según la ley estadística pero tiene una debilidad que sería subsanable con una corrección en la Ley de estadística: su presidente/a es nombrado y destituido por el Consejo de Ministros sin una duración definida del mandato, lo cual debilita la independencia.

Sin embargo, la exigencia de transparencia de la información no se cumple con los datos procedentes del sector público. No existe un calendario concreto de la publicación mensual de los datos de ejecución presupuestaria en materia de ingresos, gastos y déficit. En lo referente a la información económico financiera de las cuentas públicas de las Comunidades Autónomas, no se cumplen los principios de transparencia. Solo se conocen, desde fecha reciente, los datos de ejecución presupuestaria trimestralmente y en cuanto a su fiabilidad, los resultados referentes a 2011, varias veces corregidos por el gobierno, ponen en entredicho la información aportada. Recientemente desde Bruselas el portavoz de asuntos económicos exigía más transparencia en los datos del sector público, aunque decía no dudar de la calidad del trabajo del INE. Pero hay que tener en cuenta que al tratarse de datos administrativos, en la elaboración de los resultados del Déficit público, son las propias Comunidades Autónomas las que suministran la información inicial. Por eso sería muy importante contar con instrumentos de control necesarios para supervisar la fiabilidad de las cuentas públicas en el corto plazo ya que el Tribunal de Cuentas lo hace a más largo plazo.

CONCLUSIONES

- ✓ La falta de transparencia conlleva a un deterioro de la credibilidad en las actuaciones del sector Público. En el ámbito económico y financiero, la necesidad de transparencia se hace más relevante.
- ✓ España padece de una laguna legislativa en el desarrollo del derecho de los ciudadanos al acceso y transparencia de la infor-



mación del sector público, expresado con generalidad en la Constitución española.

- ✓ El proyecto de ley de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno, presentado al Parlamento está en trámites de la Comisión Constitucional y en trámites de enmiendas, donde podría ser objeto de mejoras.
- ✓ En el ámbito económico, la transparencia estadística está muy desarrollada en la legislación europea. La necesidad de disponer de información de calidad, veraz y fiable sobre los estados miembros, ha llevado a la Comisión europea a elaborar un código de buenas prácticas de obligado cumplimiento.
- ✓ En el ámbito estadístico, España cumple con los requisitos del Código de buenas prácticas. No obstante en el capítulo de la información estadística del sector público es donde presenta algunas debilidades.
- ✓ Para disponer de transparencia es indispensable que además de la legislación adecuada, los poderes públicos crean en esa necesidad de transparencia. Sin ello todos los esfuerzos resultarán inútiles porque siempre encontrarán resquicios en las leyes para incumplirlo.



LA ESTRATEGIA PRESUPUESTARIA A MEDIO PLAZO DEL SECTOR PÚBLICO ESPAÑOL

Marta Fernández Currás.
Secretaria de Estado de Presupuestos y Gastos. Noviembre de 2013.

CON EL ESFUERZO DE TODOS, ESPAÑA EN EL LUGAR QUE LE CORRESPONDE

No son buenos tiempos los que corren hoy en día; estamos padeciendo una situación difícil y complicada que ha obligado a llevar a cabo una serie de reformas estructurales y económicas para afrontar la crisis y salir del agujero en el que nos habíamos metido en estos últimos años. Pero estamos comprometidos con nuestra tarea, pues nos jugamos el futuro de nuestro país. España va a cumplir con los objetivos de reducción del déficit, porque estamos convencidos de que es la manera de lograr la recuperación de la economía y la creación de empleo.

Para esto, en primer lugar, la premisa ha sido tener conciencia de la importancia del diseño de una estrategia presupuestaria a medio plazo que nos haga creíbles y constituya el camino hacia la consolidación fiscal con el objetivo –repito– de sentar las bases para recuperar el crecimiento y el empleo. La crisis económica y financiera global ha afectado a nuestro país con mayor virulencia que a las economías de nuestro entorno y ha tenido un fuerte impacto sobre las cuentas públicas españolas, provocando un aumento significativo de los niveles de déficit y deuda públicos.

España se encuentra en una posición de debilidad por su elevado endeudamiento y solo podemos superar la grave recesión que vivimos avanzando en el intenso proceso de corrección del déficit y de reformas estructurales, que constituyen los pilares de nuestra estrategia.

El proceso de consolidación que estamos acometiendo se enmarca en el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) en el ámbito de la Unión Europea y por aplicación de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, al sobrepasar el déficit público español el límite fijado del 3% del PIB.

La situación complicada del país nos ha llevado a tomar medidas, que de ninguna manera son las que un Gobierno, sea del signo que sea, le gusta implementar; pero a este Gobierno del que formo parte no le cabe duda alguna que son con las que debemos trabajar y que nos han venido impuestas por una mala herencia de la anterior etapa. Y así lo ha entendido la Unión Europea. De hecho, hemos logrado un año adicional, hasta 2014, para situar el déficit público por debajo del valor de referencia de la UE y modificado igualmente los objetivos de déficit de los ejercicios intermedios.

Sin embargo, esta nueva senda no puede en ningún caso entenderse como una relajación de la política fiscal; todo lo contrario, es solo una adaptación a la verdadera realidad, caracterizada por un mayor déficit del esperado en 2011, empeorada la situación, además, por un entorno económico muy complejo. Nuestra primera obligación ha sido, por tanto, la adecuación a esta nueva senda con la elaboración de un plan presupuestario para los años 2013-2014, con el objetivo de reforzar la credibilidad del proceso de consolidación. Y así se lo hemos presentado a Bruselas.



El Plan Presupuestario es ya la hoja de ruta a seguir por el conjunto de las Administraciones Públicas. La actualización del escenario macroeconómico, implicará un ajuste fiscal más gradual y creíble y menos perjudicial para la recuperación de la economía española, nuestro único objetivo. Por esto, estamos en desacuerdo con las previsiones de crecimiento publicadas por algunas entidades internacionales, como por ejemplo las que hizo recientemente el Fondo Monetario Internacional, que ha bajado las proyecciones de crecimiento económico en todas las zonas del mundo. Para España, el FMI calcula que el PIB bajará el 1,3% en 2013, pero nuestras previsiones, las previsiones del Ejecutivo español, siguen siendo del 0,5%.

Como Secretaria de Estado de Presupuestos y Gastos del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, me veo en la posición de poder asegurar que el Gobierno es quien tiene el mejor y más completo conocimiento de lo que pasa en España y también el conocimiento de lo que quiere hacer y de cómo lo va a hacer. Las medidas de reformas y de ajustes llevadas a cabo en estos meses de 2012, son las que nos aseguran esa convicción y lo que nos da la base a la hora de elaborar nuestras previsiones, que otras entidades, como digo, no han tenido en cuenta a la hora de hacer las suyas.

No existe razón alguna para no contar la verdad a la sociedad española y no será éste un Gobierno que vea «brotes verdes» allá donde no los haya; pero si partimos de la premisa de que, respetando cualquier otra valoración, no se cumplirá una proyección de crecimiento tan negativa como algunos auguran. Para evitarlo, precisamente, se ha puesto en marcha toda la política económica. Es más, los datos que tenemos nos permiten ver ya una proyección prudente y con cierto optimismo.

El Gobierno que dirige Mariano Rajoy ha marcado unas líneas de actuación en el medio plazo, una estrategia a seguir por el conjunto de las Administraciones Públicas para los años 2013 y 2014 que se ha plasmado en el citado Plan Presupuestario. Que duda cabe que la consolidación

fiscal tiene un coste en el corto plazo en términos de crecimiento, pero las repercusiones a medio y largo plazo son netamente positivas. Estoy convencida de que los efectos negativos sobre el crecimiento se diluirán paulatinamente, a medida que la corrección de los desequilibrios macroeconómicos genere una dinámica favorable a la disponibilidad de financiación, al crecimiento y a la creación de empleo.

Esto conllevará la confianza en el futuro de nuestra economía, a la vez que la mejora de nuestro saldo por cuenta corriente disminuirá el stock de deuda exterior en relación al PIB, dando todo esto como resultado la caída de la rentabilidad exigida a la deuda española por parte de los inversores. Por estas razones, el saneamiento de las cuentas públicas se ha convertido en un objetivo prioritario de la política económica del Gobierno español.

En pocos meses se han aprobado importantes reformas institucionales; la generalización del techo de gasto, o la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, aprobada en abril de 2012, que es ley de obligado cumplimiento para todos, son algunas de ellas. El Plan bianual presentado tiene a su vez una importante misión, pero asimismo conlleva un firme compromiso. Y ese compromiso involucra sin excusa a todas las Administraciones públicas en un ajuste conjunto para los ejercicios 2013 y 2014 de aumento de ingresos y recorte de gastos por importe de 39.000 millones en 2013 y 50.100 millones en 2014 y para esto, las actuaciones que habrán de llevarse a cabo para alcanzar estos objetivos deben incluir medidas tributarias, medidas de empleo, de reordenación y racionalización y de Seguridad Social.

En el ámbito del Estado, las acciones son ya bien conocidas: aumento del tipo general y reducido del IVA desde septiembre de 2012; cambios normativos en el impuesto sobre sociedades, para estabilizar su recaudación, y en los impuestos especiales; eliminación de la paga extra de Navidad de este año; modificación del régimen retributivo del personal al servicio de las administraciones durante la situación de incapacidad



temporal y la congelación de oferta de empleo público.

En lo que atañe a la Seguridad Social: incremento de las bases máximas de cotización y modificaciones de las condiciones para la jubilación parcial y la jubilación anticipada. Las Comunidades Autónomas tienen, por su parte, medidas acordadas en materia de sanidad y educación, entre ellas, la reducción del gasto farmacéutico, el ajuste de los ratios de alumnos y el incremento de la jornada lectiva. Y en lo que respecta a las Entidades Locales, compromiso de aprobar incrementos tributarios, suprimir exenciones y potenciar la inspección tributaria junto con una correcta financiación de los servicios públicos de carácter local.

El Gobierno al cual pertenezco está seguro de que este Plan afianza nuestra credibilidad, puesto que constituye el escenario de las futuras decisiones en materia de política fiscal con el objetivo de contribuir al proceso de despalancamiento de nuestra economía.

El esfuerzo que se está haciendo, solo tiene un fin, que no es otro que, reconociendo lo que ocurrió en el pasado, asumiendo errores y aciertos, trabajar en firme para devolver a España al lugar que por derecho le corresponde. Esa es nuestra única labor, nuestro único proyecto y nuestra única ambición. Y con ello vuelvo a reiterar el mensaje de lo que significa «Presupuesto y Compromiso».

Esto es así, porque el ajuste presupuestario es parte del compromiso con la construcción europea y la defensa de la moneda única. No debemos ni podemos olvidar que es a través de la estabilidad macroeconómica y de las reformas –con el apoyo del marco institucional de la moneda común–, como se relajan las condiciones de acceso a los mercados financieros y se reactiva el crecimiento.

Por eso no cejamos en nuestro trabajo. Por eso reconocemos que, aun siendo las medidas de consolidación fiscal imprescindibles en este momento deben, además, plantearse reformas estructurales para afianzar el crecimiento potencial de la economía, que van íntimamente ligadas

a las reformas del mercado laboral y del sector financiero. Debemos crecer y crear empleo o, de otro modo, España... no será.

En este punto, cabe hacer referencia al por qué de algunas de las actuaciones que el Gobierno ha puesto en marcha. En primer lugar, la reforma del sistema financiero, que tiene razón de ser para garantizar su solvencia. Porque un sector financiero saneado y solvente es requisito imprescindible para que vuelva a fluir el crédito a empresas y hogares y, con ello, fomentar la recuperación del crecimiento y del empleo en nuestro país.

Estamos abordando asimismo la modernización y racionalización de las Administraciones Públicas, para buscar la sostenibilidad a largo plazo de todos los niveles de la Administración. Habrá así que reducir la estructura administrativa y a la vez lograr una asignación más eficiente de los recursos humanos y materiales. De hecho, ya se ha contribuido a ello con la reducción en casi un 20 por ciento de estructuras administrativas del Estado.

Esta reforma quiere decir que hay que eliminar lo innecesario y lo desproporcionado y supone, también simplificar la Administración. Un ejemplo de esto puede verse en la reducción de las cargas administrativas al comercio, donde más trámites se precisaban para crear una empresa.

Otro gran objetivo del Gobierno ha sido racionalizar el sistema judicial, con lo que se espera mejorar el funcionamiento de los tribunales y evitar una excesiva saturación del sistema.

Para garantizar la prestación de unos servicios públicos de calidad, se han aprobado dos Reales Decretos Ley en el ámbito educativo y sobre el sistema nacional de salud. Son medidas que afectan a todos los niveles; en educación, combinando acciones excepcionales justificadas por la coyuntura económica, con otras de carácter estructural que contribuyan a mejorar de forma permanente la eficiencia del sistema educativo español.

Por lo que se refiere al Sistema Nacional de Salud era imprescindible iniciar una reforma dirigida a garantizar su sostenibilidad, la calidad



de sus prestaciones y la eficiencia en la gestión y el ahorro. Pero sobre todo, para garantizar la igualdad de trato en todo el territorio nacional con una cartera básica de servicios comunes.

El Proyecto de ley de medidas fiscales para la sostenibilidad energética pretende, por su parte, dar una solución definitiva al coste de la energía, para que no condicione la competitividad de nuestra economía.

Pues bien, aunque son sólo algunos ejemplos, todos forman parte de la estrategia de este Gobierno, una estrategia que tiene como único fin hacer retornar a España a la vía del crecimiento económico y la generación de empleo, devolviéndola al escenario internacional. Y para alcanzarlo, se realizarán todas las actuaciones que sean necesarias. Porque no podemos dudar que España es un miembro integrado y comprometido con Europa y su proyecto político y económico. En esta absoluta creencia, cumpliremos con lo comprometido para devolver la confianza perdida.

Nuestra economía tiene que ser más competitiva y para ello, el Gobierno, incluso, está renun-

ciado a muchos de sus principios ideológicos. Asimismo, se han dejado de lado objetivos más ambiciosos porque lo fundamental es contener el gasto... y porque estamos convencidos de que es la vía. Por esto, se han elaborado los Presupuestos Generales del Estado para 2013 más austeros y complicados, pero que tienen como principal meta atender a los más necesitados; y si, también es cierto, que se pide un esfuerzo adicional a los ciudadanos de cara al futuro.

Por mi parte, y desde la humildad en mi puesto de Secretaria de Estado, pido –como hice recientemente ante el Congreso de los Diputados durante la presentación de los PGE 2013– que no se desprecie la mejora de la competitividad que se está consiguiendo a través de las reformas. Lo importante aquí y ahora no es el esfuerzo del Gobierno; lo que de verdad cuenta, es el esfuerzo del conjunto de los ciudadanos, de todos nosotros.

Creo sinceramente que debemos cambiar y reformar allí donde hace falta para crecer como país. También, que debemos estar donde nos corresponde. Y con el esfuerzo conjunto, estoy convencida de que lo vamos a lograr.

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
 - Resumen del estudio en Español
 - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).

- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010.
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A
TELEFÓNICA, S.A
ENDESA, S.A
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
ERNST & YOUNG
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URÍA & MENÉNDEZ
ACS
DELOITTE
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS
INDRA SISTEMAS, S.A
FUNDACIÓN ABERTIS
CECA
BAKER & MCKENZIE
J& GARRIGUES, S.L

ENTIDAD FUNDADORA
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS