

## 1 RASGOS BÁSICOS

## 1 Introducción

En 2010, aunque el PIB descendió un 0,1 % en el promedio del año, como consecuencia del efecto de arrastre de las caídas de la producción en 2009, la economía española inició una recuperación muy débil y vacilante en medio de la crisis de la deuda soberana en Europa. La situación creada plantea retos de futuro muy importantes, que pasan por asegurar el éxito del programa de consolidación fiscal, la culminación del proceso profundo de reestructuración y recapitalización del sistema financiero y la instrumentación de reformas estructurales que permitan completar la corrección de los desequilibrios y situar a la economía nuevamente en una senda de crecimiento sostenido a largo plazo.

## 2 La crisis de la deuda soberana

La economía mundial prosigue la senda de recuperación iniciada en 2009, en un contexto de inflación creciente...

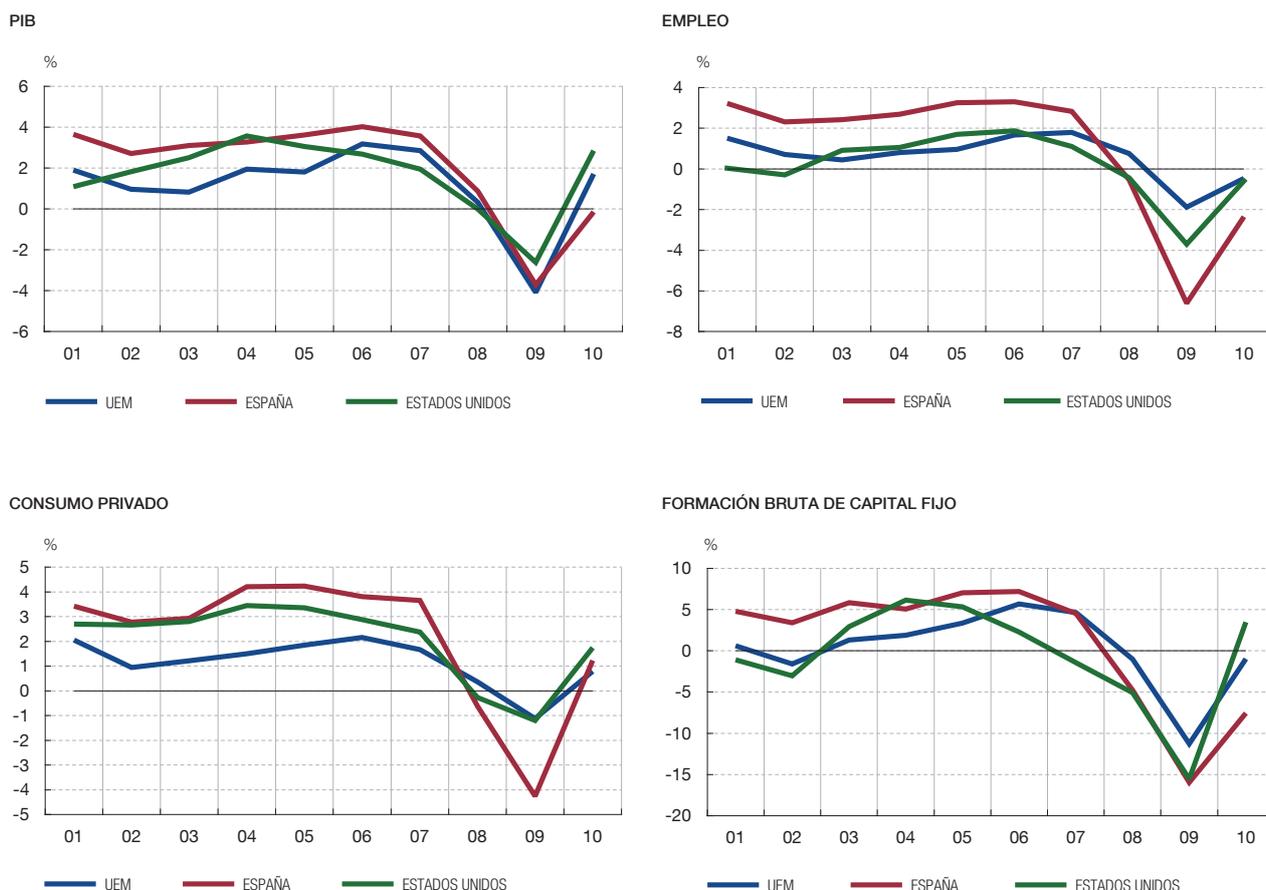
El proceso de recuperación de la economía continuó a lo largo del pasado año y la parte transcurrida del actual, acompañado por una progresiva normalización de los mercados financieros que, no obstante, no estuvo exenta de brotes de inestabilidad. Entre ellos, destacan los experimentados por los mercados de deuda soberana del área del euro, que han supuesto el mayor reto para el proyecto común europeo desde su creación. Por su parte, la inflación ha venido mostrando una tendencia creciente, aunque partiendo de niveles moderados en el caso de las economías avanzadas. La aceleración de los precios ha estado ligada en buena parte a la evolución del coste de las materias primas y, en el caso de las economías emergentes, también a las mayores presiones de demanda. Esta tendencia ha resultado más evidente a partir de diciembre, como resultado del intenso encarecimiento del petróleo originado por los episodios de inestabilidad política en los países del norte de África y Oriente Medio.

... con una marcada divergencia entre economías avanzadas y emergentes y una elevada heterogeneidad también dentro del primer grupo

El incremento del producto mundial en 2010 —del 5 %, tras la caída del 0,6 % registrada en 2009— encubre ritmos de crecimiento muy diversos por áreas geográficas. Las economías emergentes, que se habían visto menos afectadas por la crisis financiera, registraron una recuperación más rápida, con un aumento del PIB del 7,2 %. Su avance vino impulsado en buena parte por la demanda interna y se comenzó a manifestar en algunos indicios de recalentamiento y presiones inflacionistas. Las economías avanzadas, por su parte, alcanzaron tasas de crecimiento en el entorno del 3 %, sustentadas en buena medida en la acumulación de existencias y el apoyo de la demanda del sector público, aunque persistió la situación de fragilidad de ciertos sectores, como el inmobiliario y el financiero, y el mercado de trabajo mostró un escaso dinamismo. Los indicadores habituales de brecha de producción muestran aún una cierta amplitud, que ayuda a explicar la evolución contenida de la inflación subyacente. No obstante, hay que señalar que dentro de este grupo de economías se han registrado también heterogeneidades importantes. En particular, la recuperación está avanzando a un ritmo más lento en Europa, con crecimientos del PIB en 2010 del 1,7 % en la UEM y del 1,4 % en el Reino Unido, que contrastan con el mayor dinamismo mostrado por Estados Unidos —2,9 %— o Japón —4 %— (véase gráfico 1.1). Incluso dentro de la UEM se registraron igualmente diferencias significativas en la evolución de la actividad en sus distintos Estados miembros, con incrementos vigorosos del PIB en Alemania y Finlandia y retrocesos significativos en los casos de Grecia e Irlanda.

Las divergencias se han puesto también de manifiesto en las políticas económicas

A lo largo del pasado año también se puso de manifiesto una notable disparidad en el tono de las políticas económicas aplicadas, que refleja tanto las diferencias en la situación cíclica de las economías como los distintos límites a los que se enfrentan sus políticas económicas y la



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

adoptadas, tanto en el ámbito monetario...

diversidad en la valoración de los riesgos que conllevan las actuaciones expansivas. Así, en el ámbito de la política monetaria, en Estados Unidos se adoptaron nuevas medidas no convencionales de estímulo basadas en la ampliación del balance de la Reserva Federal mediante la compra directa de valores, fundamentalmente públicos. Esta estrategia de expansión cuantitativa, que se puso en marcha al comienzo de la crisis, se amplió con un nuevo programa de compras escalonadas por valor de 600 mm de dólares (*quantitative easing II*) para combatir los riesgos deflacionistas y los signos de debilidad que surgieron en la parte central del pasado ejercicio. En la UEM, la política monetaria mantuvo un tono holgado, pero no se implementaron medidas expansivas adicionales. Algunas de las medidas excepcionales adoptadas con anterioridad se han ido retirando paulatinamente, si bien, en un momento de grandes tensiones en los mercados de deuda soberana del área, se puso en marcha el Programa para el Mercado de Valores, concentrado en la compra de los bonos públicos de los países más afectados por esas tensiones con el objetivo de preservar la eficiencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre las economías emergentes, por el contrario, predominó la tendencia a adoptar una orientación contractiva en respuesta a las crecientes presiones inflacionistas, que, en algunos casos, entró en fricción con la resistencia a admitir un comportamiento suficientemente flexible del tipo de cambio.

... como, especialmente, en el fiscal

Las diferencias han sido particularmente significativas en el ámbito de la política fiscal. Así, en Estados Unidos y en Japón la prioridad continuó siendo proporcionar mecanismos de soporte para la recuperación, lo que se plasmó en nuevos planes de estímulo fiscal en ambos

países. El déficit público norteamericano se habría situado, de este modo, en el entorno del 10% del PIB a finales del pasado ejercicio y la deuda pública se aproximaría al 100% del PIB. Tanto en el Reino Unido como en la UEM, por el contrario, se acometieron procesos enérgicos de consolidación presupuestaria. En el caso del área del euro, es evidente que las tensiones en los mercados de deuda soberana pusieron el foco de atención sobre los riesgos inherentes a una situación generalizada de déficits excesivos en sus Estados miembros y obligaron a estos a tomar medidas correctoras ambiciosas y rápidas para atajar las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas dudas, sin embargo, no se extendieron a economías como Estados Unidos o el Reino Unido, a pesar de la elevada magnitud del déficit y la deuda públicos en ambos casos.

Se espera que la recuperación continúe a un ritmo moderado, en un contexto de mayores presiones inflacionistas...

Las predicciones disponibles apuntan hacia un escenario central para la economía mundial en el que el crecimiento seguirá afianzándose a lo largo de los dos próximos años, a un ritmo ligeramente más reducido que en 2010, pero sobre unas bases más sólidas. La modulación resultaría, fundamentalmente, de la aplicación de unas políticas económicas cuyo tono será, en términos generales, más contractivo, no así en Estados Unidos. En dicho escenario se mantendría, por otra parte, la heterogeneidad por áreas geográficas que caracterizó el comportamiento del PIB en el pasado ejercicio.

Es también previsible, de acuerdo con esas mismas proyecciones, que las presiones inflacionistas aumenten a lo largo del año en curso y los dos siguientes, manteniéndose, como en el caso del crecimiento, una dualidad entre las economías emergentes, en las que el riesgo de recalentamiento es más elevado, y las economías avanzadas, para las que se anticipan tasas de avance de los precios que, en ausencia de efectos de segunda vuelta asociados al repunte de los costes de las materias primas, se mantendrían más contenidas, en un contexto de limitado dinamismo del empleo.

... y no exento de riesgos

Alrededor de este escenario central persisten importantes elementos de riesgo que, si bien han tendido a reducirse, continúan apuntando hacia tasas de crecimiento más bajas. Entre estos riesgos hay que señalar, en primer lugar, los derivados del aumento del precio del petróleo, cuyos efectos finales sobre la inflación y la actividad dependerán del tiempo de permanencia de la cotización del crudo en niveles elevados y de su grado de traslación hacia los precios de otros bienes y servicios, esto es, de la eventual materialización de los llamados efectos indirectos y de segunda vuelta. Las dudas sobre la solidez de las cuentas públicas, la lentitud en la restauración de los mercados inmobiliarios y el elevado endeudamiento del sector privado en algunas economías avanzadas podrían suponer también un freno mayor de lo esperado para la recuperación. Las catástrofes sufridas por Japón podrían tener, a su vez, algún efecto sobre la economía mundial, que, en estos momentos, resulta todavía difícil de valorar. Asimismo, el ritmo y el patrón de corrección de los llamados «desequilibrios globales» continúan constituyendo una fuente de incertidumbre. En el ámbito del necesario redimensionamiento del sector financiero y la reestructuración de sus marcos regulatorios, finalmente se han producido avances, aunque no cabe minusvalorar los riesgos que todavía se derivan del posible comportamiento de los mercados financieros internacionales.

Se ha continuado avanzando en la revisión de la regulación financiera internacional, con el objeto de mejorar la prevención y defensa frente a posibles crisis financieras futuras

En el terreno de la regulación financiera, cuya necesidad de cambio profundo se hizo evidente con la crisis, han continuado los trabajos a nivel global y liderados por el G 20, con un papel destacado por parte del Consejo de Estabilidad Financiera, y hay que destacar también el reciente acuerdo de Basilea III, que introduce nuevas normas de capital y liquidez para los sistemas bancarios. Conjuntamente, proporcionan un marco de referencia común para las reformas de calado en los sistemas regulatorios nacionales que deben corregir las debilidades que la crisis global ha revelado. Entre los ele-

mentos de ese marco común, cabe reseñar la mejora de la transparencia, el seguimiento más estrecho de los desarrollos en el sistema financiero no regulado y un mayor control de los riesgos sistémicos que generan las instituciones financieras, mediante la imposición de mayores requisitos de capital anticíclicos, de límites al nivel de apalancamiento y de una mayor vigilancia de los sistemas de remuneración para prevenir que puedan fomentar una toma de riesgos excesiva. Los debates se han extendido también a otros aspectos, como las figuras impositivas sobre la actividad financiera o el establecimiento de los mecanismos apropiados para gestionar y resolver potenciales episodios de crisis bancarias. Este proceso, en su conjunto, mantiene un grado notable de coordinación internacional que será preciso preservar en el futuro para garantizar el éxito de las reformas.

No obstante lo anterior, los mercados financieros internacionales siguen sujetos a niveles de tensión importantes, singularmente visibles en el caso de los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Eventuales episodios adicionales de inestabilidad en este segmento podrían traducirse en un endurecimiento de las condiciones financieras que tendría implicaciones desfavorables para las decisiones de gasto de las empresas y las familias de las economías afectadas. Para calibrar adecuadamente la magnitud de este riesgo, es importante analizar con cierto detalle las razones fundamentales que subyacen a estas tensiones.

La crisis de la deuda soberana en Europa se inició en Grecia y se contagió con rapidez al conjunto del área

Las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro comenzaron a gestarse a finales de 2009, como consecuencia de las dudas crecientes entre los inversores sobre la situación de las finanzas públicas en Grecia. La inestabilidad se extendió inicialmente a la deuda soberana de las economías que se percibían en una situación de mayor vulnerabilidad como resultado de su posición fiscal, ya fuera por un nivel elevado de deuda o de déficit, ya por un ritmo alto de deterioro de alguna de esas variables; de fragilidades en su sistema financiero o de la existencia de bases poco robustas para el sostenimiento del crecimiento económico. Pero los problemas alcanzaron también a los mercados bursátiles y cambiarios y generaron una progresiva pérdida de confianza de los inversores internacionales que acabó trasladándose igualmente a los mercados de financiación mayoristas de la banca, causando serios problemas de liquidez a algunas entidades. De este modo, la estabilidad del sistema financiero del conjunto del área se vio afectada, lo que revela las estrechas interconexiones existentes entre las instituciones y los mercados financieros en el seno de la UEM.

La reticencia de las autoridades griegas a solicitar apoyo financiero y las dudas manifestadas por los Gobiernos y las autoridades europeas sobre el fondo y la forma de ese eventual apoyo proporcionaron un caldo de cultivo propicio para la agudización de las tensiones, que alcanzaron un punto crítico en mayo. En ese mismo mes se aprobó, finalmente, un paquete de apoyo financiero a Grecia de 110 mm de euros, condicionado estrictamente a la adopción por parte de las autoridades de ese país de un programa ambicioso de ajuste económico. Los fondos fueron aportados por los Gobiernos de la UEM y por el Fondo Monetario Internacional, correspondiendo a la Comisión Europea y al propio FMI, en colaboración con el BCE, supervisar el cumplimiento de los términos del acuerdo. Para atajar el creciente contagio de las tensiones, se creó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con vigencia hasta el año 2013 y capaz de movilizar, conjuntamente con la CE (a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera) y el FMI, recursos por un importe de hasta 750 mm de euros para proporcionar asistencia financiera en casos similares y en condiciones asimilables también a las del programa griego.

Las tensiones se reavivaron con la crisis del sistema financiero irlandés, las dificultades para adoptar las medidas económicas necesarias en Portugal y la inquietud sobre la capacidad del Tesoro griego para retornar al mercado en 2012 como estaba previsto...

Estas decisiones contribuyeron a relajar las tensiones, como lo hizo también la publicación en julio de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas de manera coordinada a la banca europea, que proporcionaron una imagen de estabilidad del sistema bancario. Sin embargo, a lo largo del verano y el otoño se fue gestando un nuevo foco de tensión, centrado, esta vez, en el continuo deterioro de la situación de los bancos irlandeses y en las consecuencias de esa situación para las cuentas públicas del país. Nuevamente, tras una etapa inicial de cierta reticencia, las autoridades irlandesas terminaron solicitando formalmente apoyo financiero, solicitud que fue aceptada y se tradujo en la articulación de un programa, condicional como lo había sido el griego, por valor de 85 mm de euros. En abril de 2011, Portugal se sumó al grupo de países que hubo de solicitar apoyo financiero ante la dificultad de su Gobierno para aprobar los planes de ajuste y de reformas que requería el país y el agravamiento de las condiciones en los mercados financieros. El 16 de mayo, el ECOFIN aprobó el correspondiente programa de ayuda. Semanas después, la continuidad de los elevados diferenciales soberanos en Grecia y el comportamiento peor de lo esperado de las principales macromagnitudes en ese país hicieron desconfiar a los inversores de la capacidad del Estado griego para volver a financiarse en los mercados en 2012 como contemplaba el programa de asistencia financiera. La incapacidad de las autoridades griegas y de los Gobiernos del resto del área para definir con prontitud la estrategia a seguir ante esta eventualidad dio pie a una escalada de las tensiones, alimentadas por debates inoportunos sobre la verosimilitud de determinados escenarios traumáticos.

... y obligaron a cambiar con relativa urgencia el tono de las políticas fiscales en el conjunto del área

Los paquetes de ajuste macroeconómico a los que se condicionó el apoyo financiero contemplaban, en los tres casos, programas ambiciosos de consolidación fiscal encaminados a restaurar la solidez de las cuentas públicas y recuperar, así, la confianza de los inversores. En el resto del área, las tensiones vividas en los mercados de deuda soberana obraron el mismo efecto. En España se adelantaron e intensificaron notablemente los planes de consolidación fiscal, al tiempo que se introdujeron reformas estructurales. En Italia, en Alemania y en otras economías del área se fueron concretando igualmente programas de austeridad para su aplicación a partir de 2011. La crisis de la deuda soberana provocó no solo la necesidad de abandonar el enfoque expansivo con el que la política fiscal había respondido en Europa a los primeros embates de la crisis financiera internacional, sino una cierta urgencia por revertirlo. Los tradicionales efectos positivos sobre el crecimiento de la política fiscal expansiva (efectos keynesianos) se agotaron y fueron rápidamente reemplazados por otros que operan en detrimento de la actividad. Estos últimos vienen asociados a los incrementos de los tipos de interés a largo plazo que tienen lugar cuando los inversores perciben un deterioro de la solidez de las cuentas públicas y que terminan provocando un retroceso del gasto privado (efectos ricardianos).

La crisis de la deuda soberana tiene su origen, primera y principalmente, en la existencia de importantes desequilibrios acumulados en algunos Estados miembros...

La crisis de la deuda soberana en la UEM es el resultado, fundamentalmente, de una serie de desequilibrios y de desajustes acumulados en las economías de algunos Estados miembros y su abrupta emergencia y agravamiento como resultado de la crisis económica y financiera global. Con distinto grado de incidencia en cada caso, deben destacarse entre esos desequilibrios las pérdidas continuadas de competitividad de algunas economías; el sobredimensionamiento del sector financiero y una excesiva acumulación de riesgos por parte del mismo, en otras; o los niveles elevados de endeudamiento privado propiciados, en algunos casos, por un tono expansivo de la política monetaria única insuficientemente compensado por la acción del resto de las políticas económicas en manos de las autoridades nacionales. Asimismo, varios Estados miembros partían, antes de la crisis, de niveles elevados de deuda pública, acentuados en ocasiones por la existencia de pasivos públicos contingentes ligados al progresivo envejecimiento de la población o a la potencial necesi-

dad de afrontar procesos de reestructuración de los sistemas bancarios. El deterioro acusado de los déficits públicos que resultó de la actuación de los estabilizadores automáticos y de la aplicación de medidas expansivas de carácter discrecional, la pérdida de ingresos extraordinarios ligados a algunos sectores como el inmobiliario o el financiero y la incidencia de los programas de apoyo a las entidades financieras que fue preciso instrumentar en algunos países contribuyeron también a menoscabar la confianza de los mercados en la solidez de las finanzas públicas. Del mismo modo, esa confianza se vio debilitada por unas perspectivas de crecimiento lastradas por desarrollos en general poco favorables de la productividad y el crecimiento potencial. Como es sabido, los mercados financieros tienen tendencia a sobrereaccionar ante las noticias, por lo que es probable que, también en este episodio, los inversores hayan podido responder exageradamente en algunos casos, pero ello no debería ocultar el alcance real de los problemas que han emergido.

... cuyos efectos se agravaron como consecuencia de una serie de fragilidades en el diseño estructural de la gobernanza económica del área

La propia acumulación de estos desequilibrios sin que ningún mecanismo alertara de sus potenciales riesgos y sus posibles efectos sobre el área revela también la existencia de puntos débiles en los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas en la UEM, que han actuado como amplificadores de las tensiones. La crisis de la deuda soberana ha dejado patentes no solo las limitaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y de los marcos fiscales nacionales para promover un grado suficiente de disciplina fiscal, sino también la insuficiente atención prestada a la acumulación de los desequilibrios macroeconómicos de naturaleza no necesariamente fiscal, a los que se ha hecho mención en el párrafo anterior. Por otro lado, el alcance de las tensiones, sus patrones de contagio y su estrecha relación con la dinámica de las discusiones sobre cómo reconducir la gobernanza económica del área no son ajenos a la ausencia de mecanismos formales potentes para solventar situaciones como las experimentadas por Grecia, Irlanda y Portugal, y a las dificultades que supone tener que instrumentarlos en medio de una situación de crisis.

Las tensiones en los mercados financieros condicionaron también las decisiones del BCE...

Las tensiones en los mercados financieros —en particular, las creadas por el aumento del riesgo soberano— afectaron al mecanismo de transmisión de la política monetaria y obligaron al BCE a tomar medidas adicionales a las que ya había venido adoptando en respuesta a la crisis. Más concretamente, la ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo permitió que durante 2010 el Consejo de Gobierno del BCE mantuviera el carácter expansivo de la política monetaria en la UEM, dejando inalterados los tipos de interés oficiales en el nivel mínimo del 1 %. No obstante, para garantizar una transmisión efectiva de sus decisiones, el Eurosistema siguió aplicando medidas de apoyo al crédito concentradas principalmente en una provisión amplia de liquidez. Adicionalmente, y como ya se ha mencionado, las fuertes tensiones en algunos mercados de deuda pública llevaron a poner en marcha el Programa para el Mercado de Valores. A lo largo del año, no obstante, venció el programa de adquisición de *covered bonds* y tuvo lugar la amortización de las operaciones especiales de préstamo a más largo plazo que se habían introducido en los momentos más críticos de la crisis financiera internacional. De este modo, se reabsorbió una parte importante del exceso de liquidez sin que se generaran tensiones en los mercados interbancarios, lo que revela que el proceso de progresiva normalización de estos mercados continuó a lo largo del pasado ejercicio.

... que se enfrenta al reto de normalizar las condiciones financieras en un contexto de riesgos inflacionistas, lenta recuperación y tensiones en los mercados de deuda

En el futuro inmediato, la política monetaria en la UEM afronta una coyuntura compleja que plantea retos importantes. La retirada gradual de las medidas extraordinarias vigentes deberá calibrarse cuidadosamente para evitar, por un lado, interferir en la normalización de los mercados financieros y, por otro, que un mantenimiento excesivamente prolongado de las mismas reduzca la eficacia de la política monetaria, reste credibilidad al banco central, produzca distorsiones en los precios relativos de los activos o retrase las reformas nece-

sarías en algunos segmentos del sector bancario europeo. Al mismo tiempo, el aumento de los precios de las materias primas y las dificultades para evaluar su trayectoria a medio plazo suponen una complicación añadida para ajustar el tono de la política monetaria a un escenario en el que los consiguientes riesgos de efectos indirectos y de segunda vuelta que podrían poner en peligro el mantenimiento de la estabilidad de precios se combinan con un ritmo lento de recuperación y, por tanto, de cierre de la brecha de producción, y con una situación todavía incierta en los mercados financieros. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su primera reunión del mes de abril de 2011, elevar los tipos oficiales 25 pb.

Las instituciones europeas se enfrentan igualmente a la necesidad de reformar el sistema de gobernanza económica

Los retos son también importantes para el resto de las instituciones europeas. En primer lugar, deberán concluir con éxito una revisión profunda de los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas en la UEM. Como se explica con mayor detalle en el capítulo 4 de este Informe, la reforma avanza hacia una mayor y más efectiva coordinación de las políticas nacionales, que deberán moverse dentro de unos límites acordados y que estarán sujetas a una vigilancia mutua, rigurosa y eficaz. Las recomendaciones del llamado «Grupo de Trabajo Van Rompuy» fueron, junto con las propuestas que al respecto ha realizado la CE, el primer peldaño de un proceso que deberá culminar este verano. Las medidas que se están considerando se pueden clasificar en tres grandes apartados: las encaminadas a asegurar una mayor disciplina fiscal, a través del fortalecimiento del PEC; las destinadas a introducir un nuevo mecanismo de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad, y el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis. En ningún caso se contemplan cambios que pudieran requerir una modificación de aspectos fundamentales del Tratado de la UE, evitándose de este modo el riesgo de una indeseada dilación de la reforma.

En enero de 2011 ha arrancado el Semestre Europeo

Como parte de este programa de reforma, la CE publicó a comienzos de 2011 el primer *Informe Anual de Crecimiento*, inaugurando así el Semestre Europeo de coordinación de la política económica. Por primera vez, los Estados miembros y la Comisión analizarán de forma conjunta los riesgos para la estabilidad macroeconómica, los avances en la consolidación fiscal y las reformas estructurales y demás medidas necesarias para fomentar el crecimiento. Las recomendaciones que lleve a cabo el Consejo Europeo deberán tenerse en cuenta en la preparación de los Presupuestos nacionales de 2012 y en la implementación de las demás políticas económicas nacionales. En esta misma dirección, la nueva estrategia «Europa 2020», dirigida a aumentar el potencial de crecimiento europeo, ha supuesto la introducción de un conjunto de iniciativas emblemáticas a nivel europeo, dirigidas a apoyar los esfuerzos de reforma por parte de los países.

Las reformas de la gobernanza han de estar a la altura de los retos a los que se enfrenta la UE y no se pueden descuidar los problemas que a corto plazo plantea la situación en Irlanda, Portugal y Grecia

Del éxito de estas reformas y de su grado de ambición dependerá que el nuevo marco de gobernanza permita afrontar con garantía los retos a los que se enfrenta la UE. La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer el entramado institucional europeo y, en particular en el caso de la UEM, acompañarlo al elevado grado de integración e interdependencia económica alcanzado entre sus miembros. Un grado suficiente de automatismo y unos plazos de ejecución razonablemente contenidos tanto para los procedimientos como para, en su caso, las sanciones ayudarán a que el buen funcionamiento de los mecanismos no dependa de la voluntad de los Gobiernos nacionales para cumplir con los compromisos adquiridos.

En este sentido, hay que destacar que el Consejo Europeo del 24-25 de marzo de 2011 dio un nuevo impulso al proceso de reforma legislativa que sustentará el nuevo marco de prevención y corrección de los desequilibrios fiscales (i. e. un PEC reforzado) y no fiscales

(la creación del procedimiento de desequilibrio excesivo), estableció los principios básicos de un nuevo mecanismo permanente para la gestión y resolución de crisis que entrará en vigor a partir de 2013 (el Mecanismo Europeo de Estabilidad) y aprobó el «Pacto por el Euro Plus», en el que se ha plasmado el compromiso político de los Estados miembros para adoptar medidas encaminadas a mejorar la competitividad, elevar el empleo, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera del área. Sin embargo, a más corto plazo, la situación en Irlanda, Portugal y, sobre todo, Grecia plantea un reto cuyo alcance no se debe minusvalorar. La transición a ese nuevo marco reforzado de gobernanza europea está teniendo lugar en medio de la crisis más severa que ha vivido el área del euro desde su creación. Si esta complicada situación no se enfrenta con la resolución necesaria para superarla de manera definitiva, el proyecto común europeo podría experimentar un retroceso de consecuencias difícilmente previsibles que pondría en riesgo el éxito de los esfuerzos realizados hasta el momento.

En 2011 ha entrado en funcionamiento también la Junta Europea de Riesgo Sistémico

Otra de las carencias estructurales que se han puesto de manifiesto como resultado de la crisis es la ausencia de políticas económicas de corte macroprudencial y de orientación eminentemente preventiva, encaminadas a garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y minimizar los efectos de la inestabilidad sobre la economía real. Se ha forjado un consenso en torno a la necesidad de desarrollar un conjunto de instrumentos capaces de proporcionar alertas tempranas frente a la posible acumulación de los desequilibrios macroeconómicos y financieros que puedan llegar a desembocar en crisis financieras de gran alcance. El desarrollo de la política macroprudencial está siendo abordado a través de numerosas iniciativas nacionales e internacionales, entre las que hay que destacar, en el ámbito de la UE, la entrada en funcionamiento, el 1 de enero de 2011, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, en su acrónimo anglosajón), que, junto con las tres nuevas autoridades supervisoras europeas encargadas de labores microprudenciales para el sector bancario, de valores y de seguros, respectivamente, conforma la nueva arquitectura supervisora europea (el Sistema Europeo de Supervisión Financiera).

A nivel de los Estados miembros, los retos pasan por el cumplimiento de las medidas de consolidación fiscal...

El éxito de las acciones emprendidas a nivel europeo dependerá crucialmente de que sean adecuadamente complementadas con medidas adoptadas a nivel de los Estados miembros. En el terreno de las finanzas públicas, los Gobiernos de la zona del euro se han comprometido formalmente a adoptar todas las medidas necesarias para cumplir los objetivos fiscales contemplados en los procedimientos de déficit excesivo. Algunos países han adoptado compromisos adicionales para acelerar el proceso de consolidación fiscal contemplado en esos procedimientos, así como para proporcionar mayores garantías de sostenibilidad de sus finanzas públicas. Estos avances para sentar las bases de una política fiscal prudente que permita eventualmente retomar la senda de un crecimiento equilibrado y sostenible resultan cruciales en la situación actual.

... la adopción de las reformas estructurales necesarias para fomentar el crecimiento potencial y el empleo y el saneamiento de los sistemas financieros nacionales y la reforma de sus marcos regulatorios

Una vez alcanzados los límites de actuación de las políticas expansivas de demanda, las reformas estructurales dirigidas a ampliar la capacidad de respuesta de las economías ante las perturbaciones, a flexibilizar su funcionamiento y a elevar, en el medio plazo, el potencial de crecimiento y la capacidad para alcanzar el pleno empleo de los recursos productivos deben pasar a ocupar el primer plano de las prioridades de acción de la política económica. En esta línea, la estrategia Europa 2020 proporciona a los Estados miembros un marco coherente para implementar un programa coordinado e integral de reformas estructurales, imprescindibles para impulsar el crecimiento europeo. Finalmente, es importante que los procesos en marcha de reestructuración, redimensionamiento y recapitalización de los sistemas bancarios europeos, afectados por la crisis global, se completen satisfactoriamente. Conjuntamente con las reformas regulatorias en el marco global

antes descrito, deben servir para cimentar un sistema financiero sólido, capaz de contribuir al crecimiento económico de una manera efectiva a través de una intermediación eficiente de los flujos financieros.

### 3 La economía española ante la crisis de la deuda soberana

La crisis de la deuda soberana afectó con fuerza a la economía española...

Las tensiones financieras que agitaron los mercados europeos a partir de mayo afectaron con contundencia a la economía española. El canal principal de transmisión fue la disminución de la confianza por parte de los mercados, que llegó a ser muy aguda en determinados momentos del año, coincidiendo con los episodios de máxima tensión en Grecia e Irlanda. En una economía fuertemente dependiente del ahorro exterior, como es el caso de la economía española, estos episodios se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación, particularmente acusado para el Tesoro y las entidades de crédito. El diferencial de la deuda soberana española con respecto a la alemana se vio sometido a diferentes episodios de presión, que llegaron a situarlo próximo a los 300 pb en los momentos más críticos. Las dificultades se extendieron también al sector bancario, que durante algunos meses experimentó grandes dificultades para acceder a los mercados mayoristas de financiación, lo que, de manera transitoria, elevó significativamente el recurso de nuestras entidades al Eurosistema.

Como en el caso de los demás países del área, estas tensiones comportaban un elemento de sobre-reacción por parte de los inversores, pero sería un error ignorar la importancia de los problemas que subyacían a las mismas. Las debilidades del entramado institucional europeo, mencionadas en el epígrafe anterior, y las dudas generadas sobre el compromiso de los Gobiernos europeos, en general, y del de nuestro país, en particular, para afrontar los problemas estructurales y de deterioro de las finanzas públicas desempeñaron también un papel muy relevante en las etapas iniciales de este último episodio de inestabilidad financiera.

... debido a la existencia de factores de fondo que situaban nuestra economía en una posición de vulnerabilidad

Las vulnerabilidades que habían emergido con motivo de la crisis aumentaron gravemente la exposición de la economía española a este tipo de turbulencias, en un momento particularmente delicado. La crisis había generado un rápido deterioro de la situación de las finanzas públicas que se había manifestado no solo en un nivel muy elevado del déficit público, que escaló hasta el 11,1 % del PIB en 2009 desde un superávit del 1,9 % dos años antes, sino también por el rápido incremento de la ratio de deuda pública, a pesar de que el endeudamiento de las AAPP continuara siendo muy inferior al de otras economías europeas que afrontaban presiones similares. Además, el fuerte incremento de la tasa de paro, como consecuencia de la profundidad de la recesión en España, pero también de las disfuncionalidades del mercado de trabajo, cuestionaba la posibilidad de revertir la trayectoria del gasto público en ausencia de reformas que facilitaran la reducción del desempleo y potenciaran el crecimiento.

Asimismo, durante la fase de expansión previa a la crisis, la economía española se había hecho muy dependiente de la financiación exterior, situación que persistía, aunque en menor medida en 2010, y que incrementaba su vulnerabilidad ante episodios de pérdida de confianza que obstaculizaran el acceso a la financiación exterior que venía siendo canalizado por las entidades de crédito. Este papel se vio seriamente erosionado por las dudas que recaían sobre algún segmento de las mismas, relacionadas con el alcance del impacto del deterioro de los activos inmobiliarios sobre la solidez de su posición financiera. Por último, el elevado endeudamiento de familias y empresas y las pérdidas acumuladas en la competitividad, fruto también de los excesos de gasto durante la etapa expansiva, eran percibidos por los inversores como sendos frenos para la recuperación del gasto, con lo que la incertidumbre se extendía también a la capacidad de crecimiento de la economía, una vez corregidos los excesos inmobiliarios.

Durante el desarrollo de la crisis fiscal, algunas de estas vulnerabilidades suscitaron paralelismos, infundados en muchos casos, con las situaciones vividas por las economías griega e irlandesa, que tuvieron que recurrir al apoyo financiero externo, condicionado a severos programas de ajuste controlados por el FMI y las instituciones europeas. La agrupación de países bajo determinadas etiquetas, solo en función de la naturaleza de sus dificultades y sin tomar en cuenta la verdadera magnitud y el alcance potencial de las mismas, ha actuado como un elemento adicional de amplificación de las tensiones de los mercados que han afectado a la economía española. Este tensionamiento vino a dificultar el proceso de ajuste y redimensionamiento en el que estaba inmerso el sistema financiero, erosionó la confianza de las empresas y familias, que estaban embarcadas en un proceso de desapalancamiento que avanzaba con lentitud, y supuso un freno adicional para la reactivación del gasto privado.

#### **4 El ajuste y reequilibrio de la economía española y el giro de la política económica**

La crisis de la deuda soberana provocó un drástico cambio en la orientación de la política económica

La política económica reaccionó con un drástico cambio de orientación en la dirección requerida, lo que influyó de manera determinante en la evolución del gasto y en la evolución macroeconómica en España durante el período analizado en este Informe. Dado el origen de las tensiones, resultó urgente despejar las dudas sobre la trayectoria de las finanzas públicas mediante un exigente plan de ajuste fiscal que asegurase el cumplimiento de los objetivos del Programa de Estabilidad para el período 2010-2013. Paralelamente, se hizo patente la apremiante necesidad de abordar las deficiencias del mercado de trabajo que obstaculizan la absorción del desempleo y el ajuste de la economía, mediante la reforma de algunos de los condicionantes institucionales del mercado laboral. Por último, en el terreno financiero, se aceleró el proceso de reestructuración bancaria, se puso en marcha una reforma en profundidad de la regulación de las cajas de ahorros (que, entre otras cosas, facilita la transferencia de su actividad financiera a entidades de nueva creación configuradas como bancos e incentiva la entrada en los mismos de capital privado), se tomaron medidas de transparencia sin precedentes y se aumentaron las exigencias de capital de las entidades, con el fin de despejar las dudas sobre su solvencia, incluso en escenarios de tensión excepcional. Todas estas medidas se analizan con más detalle más adelante, cuando se abordan los retos de política económica.

La economía española inició en 2010 una lenta recuperación

En 2010 la economía española inició lentamente una trayectoria de recuperación —con tasas de crecimiento positivas del producto a lo largo del año, con la salvedad del tercer trimestre—, a la vez que avanzaba en el ajuste de los desequilibrios acumulados durante la etapa expansiva. Continuó la corrección del exceso de inversión inmobiliaria, la disminución de las necesidades de financiación exterior y la senda de desinflación en costes laborales y precios finales, a lo que vino a sumarse el inicio de la reducción del déficit público. El saldo del crédito del sector privado se estabilizó si bien su nivel de endeudamiento se mantuvo en cotas elevadas que continuaron condicionando sus decisiones de gasto. Durante los primeros meses de 2011, prosiguió la pauta de débil recuperación, con una tasa de crecimiento del PIB en el primer trimestre del 0,3%, que situó su tasa de variación interanual en el 0,8%.

La recuperación en 2010 se inició con algo de retraso y menor intensidad que otros países de la zona del euro como consecuencia del mayor alcance de la crisis en nuestro país y del impacto que el necesario proceso de ajuste está teniendo en las tasas de crecimiento a corto plazo. La reactivación del producto estuvo, sujeta, no obstante, a algunas oscilaciones a lo largo del año como consecuencia de determinadas medidas de naturaleza transitoria sobre el perfil del gasto interno. En concreto, la subida del IVA programada para el 1 de julio y la prevista finalización de algunos programas de apoyo público al gasto (como el Fondo Estatal de Inversión Local o el plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles) llevaron a anticipar algunas decisiones de gasto a la primera parte del ejercicio, mientras que los efectos de las medidas de

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>DEMANDA Y PRODUCTO (b)</b>						
Producto interior bruto	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1
Consumo privado	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7
Formación bruta de capital	6,5	8,3	4,2	-4,3	-15,8	-7,0
Inversión en equipo	9,2	9,9	10,4	-2,5	-24,8	1,8
Inversión en construcción	6,1	6,0	3,2	-5,9	-11,9	-11,1
Vivienda	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
Otras construcciones	6,2	5,8	4,0	-0,8	-0,1	-7,2
Exportación de bienes y servicios	2,5	6,7	6,7	-1,1	-11,6	10,3
Importación de bienes y servicios	7,7	10,2	8,0	-5,3	-17,8	5,4
<b>EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)</b>						
Empleo total	3,2	3,3	2,8	-0,5	-6,6	-2,4
Tasa de ocupación (d)	64,3	65,7	66,6	65,3	60,6	59,4
Tasa de paro	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1
Remuneración por asalariado	3,7	4,0	4,8	6,4	4,1	0,7
Costes laborales unitarios	3,3	3,3	4,0	4,9	1,0	-1,5
Defactor del PIB	4,3	4,1	3,3	2,4	0,6	1,0
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	3,7	2,7	4,2	1,4	0,8	3,0
Índice de precios de consumo (media anual)	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,2	1,4	0,7	0,9	-0,5	0,4
<b>AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)</b>						
Ahorro de los sectores residentes (f)	22,9	22,6	21,5	19,9	19,3	19,1
Administraciones Públicas (f)	4,5	5,7	6,0	-0,1	-6,6	-5,4
Inversión de los sectores residentes	29,5	31,0	31,0	29,1	24,5	23,0
Administraciones Públicas	3,6	3,6	4,1	4,0	4,5	3,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)</b>						
Tipo de intervención semanal del BCE	2,0	2,8	3,9	3,9	1,2	1,0
Tipo de la deuda pública a diez años	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0	4,2
Tipo sintético del crédito bancario	3,8	4,6	5,7	6,2	3,8	3,3
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	1.060,2	1.324,0	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,5	100,7	101,7	103,3	103,6	101,9
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	108,8	111,6	115,4	119,2	116,1	113,0
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	107,4	110,1	113,0	114,7	111,0	109,6
Medios de pago	14,4	11,3	-3,1	-3,3	8,6	-0,2
Activos líquidos (j)	11,6	8,4	8,3	9,8	1,0	2,7
Financiación total de las familias	20,9	19,6	12,5	4,4	-0,3	0,2
Financiación total de las empresas no financieras	21,4	27,9	17,7	8,2	-1,2	0,9

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

a Los datos de la *Contabilidad Nacional de España* corresponden a la base 2000.

b Índices de volumen. Tasas de variación.

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

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles en porcentajes del PIB.

f Incluye transferencias netas de capital recibidas.

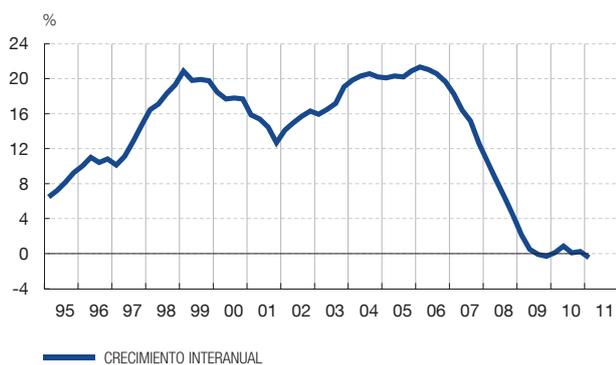
g Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

h Base I TR 1999 = 100.

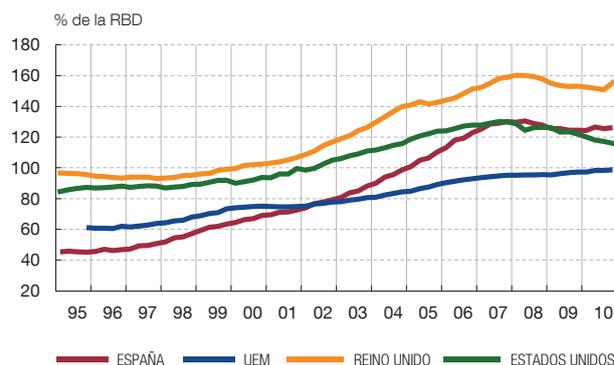
i Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

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

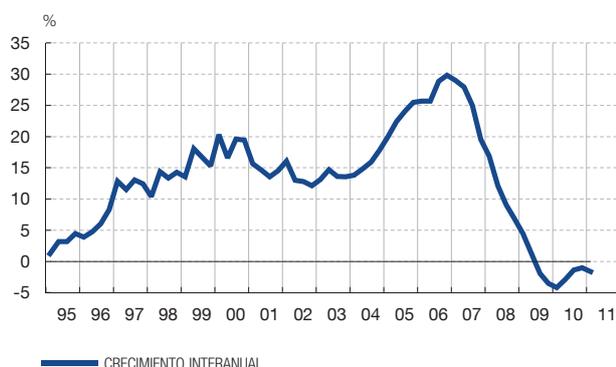
CRÉDITO A HOGARES



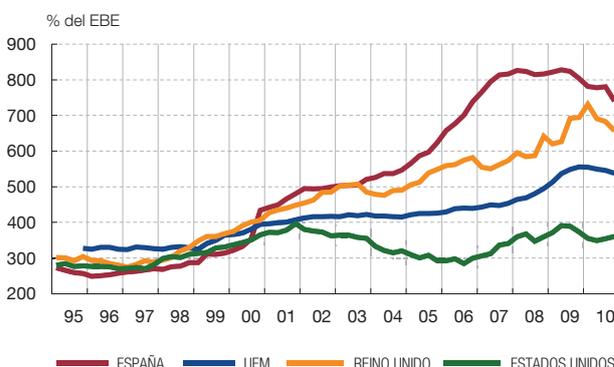
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

austeridad aprobadas en mayo, que afectaron sobre todo a los componentes públicos de la demanda nacional, se dejaron sentir en la segunda mitad del ejercicio.

Pese al perfil de mejora gradual al que se ha aludido, el PIB descendió un 0,1 % en el promedio del año, como consecuencia del efecto de arrastre de las caídas de la producción del año precedente (3,7 %) (véase cuadro 1.1). En conjunto, la demanda interna siguió mostrando un tono débil, influida por la retirada del impulso expansivo del sector público sobre la demanda agregada, si bien su impacto sobre la actividad se vio mitigado por la aportación positiva de la demanda exterior neta, un efecto que estuvo dominado por el empuje de las exportaciones.

El gasto de las familias empezó a repuntar impulsado por el avance del consumo...

El gasto de las familias mostró los primeros indicios de crecimiento tras dos años de fuertes retrocesos, aunque estos se focalizaron exclusivamente en el componente de consumo, pues la inversión residencial volvió a retraerse. La recuperación del consumo siguió una secuencia desigual a lo largo del ejercicio como consecuencia de que la elevación de la imposición indirecta a partir de julio y la finalización de los planes de apoyo a la adquisición de automóviles indujeron un adelanto de las decisiones de gasto de las familias al primer semestre, que aminoró el volumen de compras del segundo.

... a pesar de la contracción de la renta disponible y la necesidad de reducir su nivel de endeudamiento

Y esta recuperación se produjo en un entorno en el que el alto endeudamiento continuó constituyendo un freno importante para un mayor dinamismo del gasto y en el que la renta disponible se redujo como consecuencia del descenso de las rentas salariales y de la menor aportación de otras fuentes de renta que la habían sustentado en la fase recesiva. Cabe destacar

la caída de la contribución proveniente de la actuación de las AAPP, que, si bien mantuvo un signo expansivo como corresponde a la situación de debilidad cíclica que todavía prevalecía, aminoró su cuantía por la retirada de los impulsos instrumentados en los años previos. Por su parte, la riqueza también disminuyó, aunque con menor intensidad que en 2009, tanto en su componente financiero como en el inmobiliario. Con este trasfondo, la tasa de ahorro experimentó un acusado descenso en 2010, quebrando la trayectoria alcista que había seguido en los tres años precedentes, hasta situarse en el 13,1 % de la renta disponible en el promedio del año. En el entorno de debilidad del gasto descrito, el recurso a la financiación ajena se estancó, aunque las bajas tasas del crédito recibido fueron insuficientes, a la postre, para reducir de manera significativa los ratios de endeudamiento del sector (véase gráfico 1.2).

La inversión residencial prolongó, en cambio, su trayectoria contractiva

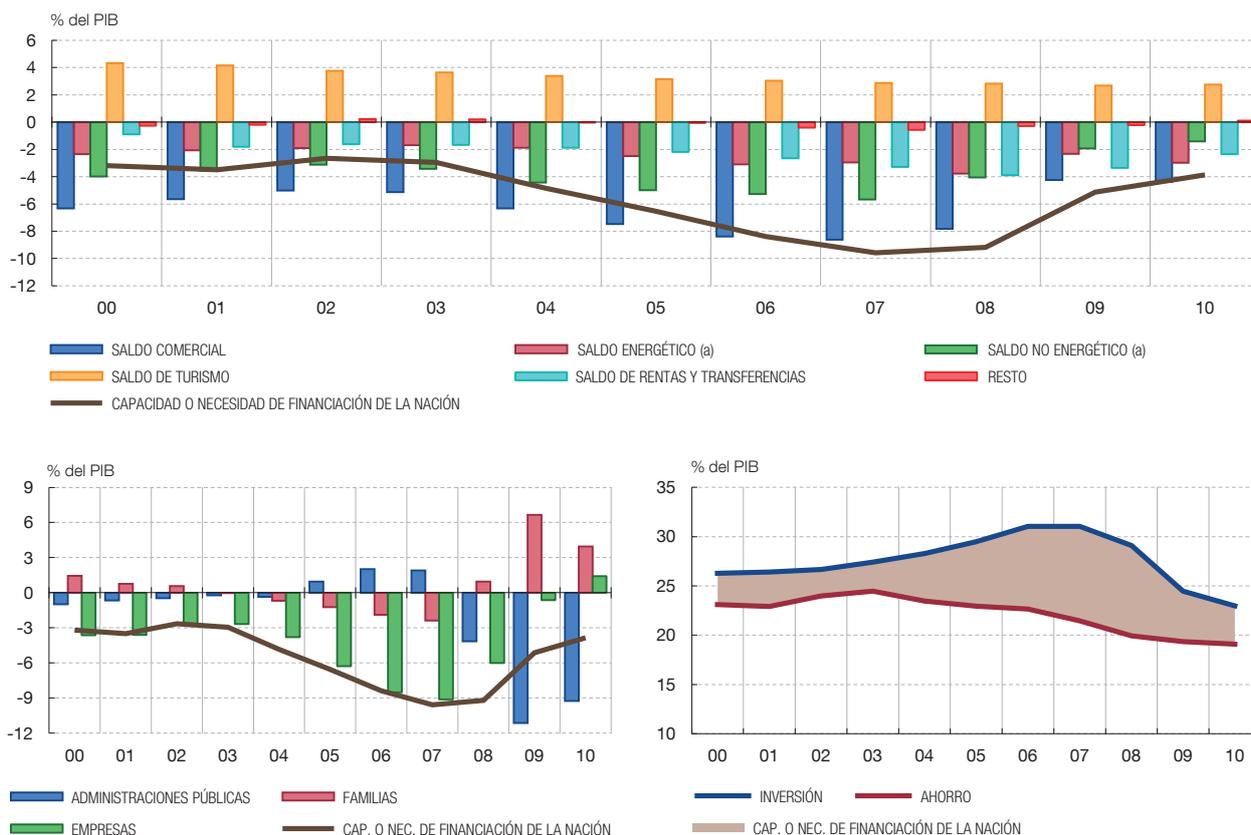
La inversión residencial continuó contrayéndose, hasta acumular un descenso de casi el 50 % desde el inicio de la fase bajista del ciclo, que situó el peso de la inversión residencial en el 4,7 % del PIB —4,5 puntos porcentuales (pp) por debajo del máximo alcanzado tres años antes—, en línea con el promedio histórico. Estas cifras apuntan a que el grueso de la corrección del exceso inmobiliario en términos de la actividad ya se ha realizado. A lo largo del año, algunos indicadores de demanda de vivienda empezaron a repuntar debido a la anticipación en la adquisición de inmuebles ante los cambios impositivos que se introdujeron (subida de imposición indirecta en julio y eliminación parcial de las deducciones fiscales a partir de 2011), pero también a la mejora de las condiciones de accesibilidad. Ello permitió que en 2010 dejara de aumentar el *stock* de viviendas sin vender, según las estimaciones disponibles, que no están exentas de incertidumbre, con lo que se inicia un período de absorción del exceso de inventarios que puede ser prolongado. Los precios de la vivienda descendieron nuevamente en 2010, tendencia que continuó en los primeros meses de 2011, lo que sitúa la caída desde su máximo en un 15,4 % (19,3 % en términos reales), magnitud todavía inferior a la que se observó en la fase bajista del ciclo inmobiliario de la década de los setenta, por lo que no cabría descartar caídas adicionales en el precio de este activo.

Mientras que la inversión empresarial siguió una trayectoria desigual por componentes

La inversión de las sociedades no financieras registró a lo largo del 2010 un comportamiento desigual por productos en un entorno de condiciones estrictas en el acceso a la financiación, exceso de capacidad acumulada y avances limitados en el proceso de desapalancamiento de las empresas. La inversión en bienes de equipo registró una leve recuperación tras el colapso del año previo, influida por las propias necesidades de reposición del capital instalado, la mejora de los mercados de exportación y el impacto del plan de estímulo a la adquisición de vehículos industriales. En cambio, el componente de inversión en construcción no residencial tuvo un comportamiento más negativo, pues se vio afectado por los recortes de la inversión en infraestructuras en la segunda mitad del año.

El sector de sociedades no financieras continuó mejorando su capacidad de financiación...

A lo largo de 2010 continuó la mejora de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras. El aumento del ahorro, muy superior al de la inversión, permitió que se generara una capacidad de financiación equivalente al 0,4 % del PIB en el promedio del año, situación excepcional a tenor de su trayectoria histórica. Este aumento del ahorro empresarial se basó en buena medida en la continuada reducción de las plantillas, que permitió la reducción de los costes salariales por unidad de producto, aunque también contribuyó el significativo recorte de la carga financiera como consecuencia desfasada de la bajada de los tipos de interés. En el caso de los hogares, el retroceso del ahorro, más acusado que el de la inversión, determinó una capacidad de financiación inferior a la del año precedente, pero positiva, por tercer año consecutivo, por un importe equivalente al 4 % del PIB.



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

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

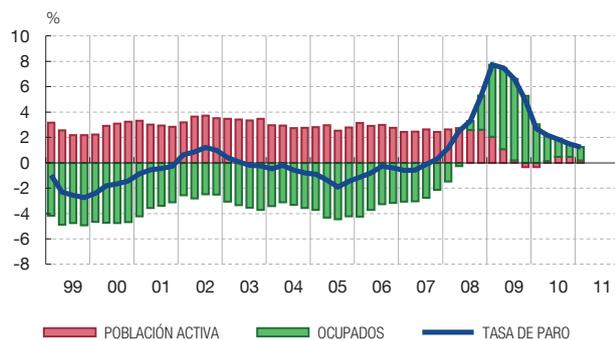
... así como las necesidades de financiación de la nación, que experimentaron un nuevo descenso

Este comportamiento del sector privado, junto con el recorte del déficit público, que se situó en el 9,2 % del PIB, propició una nueva reducción de las necesidades de financiación de la nación, que se cifraron en el 3,9% del PIB (véase gráfico 1.3). Esta cifra representa una considerable mejora desde los niveles de máxima dependencia externa alcanzados en 2007 (próximos al 10% del PIB), aunque tras ella subsisten algunos factores de riesgo que cabe mencionar. Desde el punto de vista de los intercambios con el resto del mundo, se detecta un cierto agotamiento del margen de mejora del saldo comercial, imputable al impacto negativo que ejerce la factura energética, amplificado en los últimos meses por la escalada del precio del petróleo, y un marcado descenso del déficit que generan los pagos por rentas de inversión. Precisamente, las pautas observadas en 2010 ilustran sobre los retos que se han de abordar para alcanzar recortes adicionales en la dependencia del ahorro exterior en el futuro. Será prioritario que las exportaciones puedan seguir beneficiándose de la recuperación del comercio mundial con ajustes adicionales en la competitividad y con el diseño de estrategias ambiciosas de diversificación de nuestros mercados. Resulta imprescindible, igualmente, que se reduzca la dependencia importadora, de forma singular en relación con el componente energético. Hay que tener en cuenta que la posibilidad de reducción del déficit de la balanza de rentas, que se recortó significativamente en 2010, se encuentra limitada por la elevada posición deudora neta de la economía frente al resto del mundo y el bajo nivel actual de los tipos de interés.

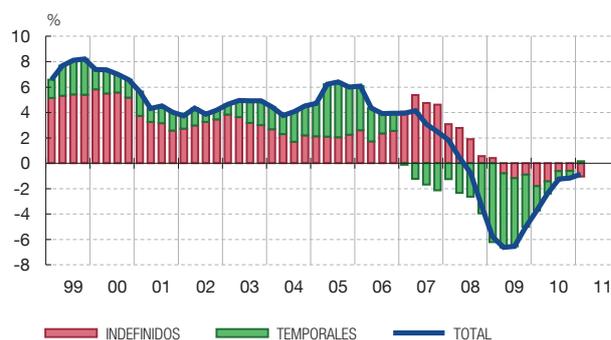
La destrucción de empleo se prolongó un año más, erosionando la confianza

La capacidad de la economía para generar puestos de trabajo se vio nuevamente lastrada por el continuado retroceso en la actividad de la construcción, sobre la que incidió en 2010 el frenazo de la construcción en obra civil, tras el recorte de la inversión pública que

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



ASALARIADOS  
Tasas interanuales y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

y la capacidad de recuperación

comportó el plan de austeridad fiscal (véase gráfico 1.4). La incertidumbre en torno a la fortaleza de la recuperación, las dudas sobre el alcance de las reformas en marcha y la debilidad del gasto interno pesaron adicionalmente sobre las decisiones de contratación tanto en la industria como en los servicios de mercado, que continuaron destruyendo empleo, aunque en menor cuantía.

La oferta laboral se expandió moderadamente, influida por el retroceso de la población en edad de trabajar...

El prolongado deterioro del mercado de trabajo alteró la dinámica de la oferta laboral, que se expandió muy moderadamente (un 0,2%), lejos de tasas próximas al 3% en el promedio de los años 2005-2008. Detrás de este débil aumento se encuentra la pérdida de dinamismo de la población en edad de trabajar que se venía observando desde el año anterior, influida por la drástica caída de los flujos netos de inmigración (en el bienio 2009-2010 fueron algo menos del 10% de los recibidos en media en el período 2005-2008). Ello provocó un descenso de la población en edad de trabajar de origen extranjero, por primera vez desde 1990, y un retroceso de la población activa de este grupo poblacional, del 0,7%. A pesar de ello, la tasa de actividad repuntó levemente, debido al incremento de la participación femenina, pues la tasa de actividad masculina y la de los grupos de edades más jóvenes reaccionaron negativamente a la situación cíclica.

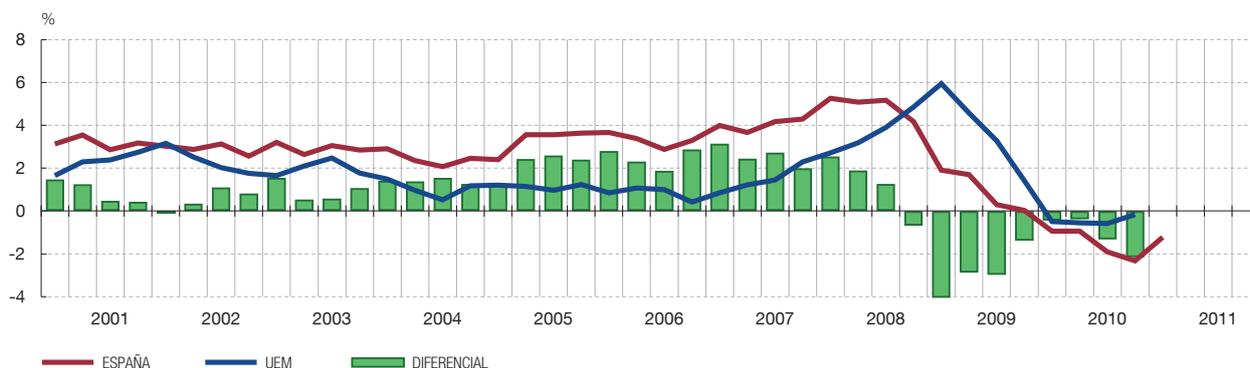
... pero el desempleo siguió aumentando, con particular intensidad en el componente de larga duración

A pesar del freno en el avance de la población activa, el desempleo siguió aumentando en 2010, aunque con tasas más moderadas que en los años previos, y la tasa de paro se elevó hasta el 21,3% en el primer trimestre de 2011. El desempleo afectó con mayor severidad a los jóvenes, trabajadores menos cualificados y de nacionalidad extranjera. El paro de larga duración repuntó con intensidad, hasta representar el 42,5% del total en el promedio de 2010 (46,6% en el período de enero-marzo de este año), cifras suficientemente ilustrativas de la magnitud del reto que representa el retorno al mercado laboral de un colectivo cada vez más elevado y hace vaticinar un incremento sustancial del componente estructural del desempleo, lo que exige una respuesta enérgica de la política económica.

En el contexto de debilidad del mercado laboral, los costes laborales se moderaron de manera significativa

En el entorno de debilidad del mercado de trabajo, los costes laborales se moderaron de forma sustancial a lo largo de 2010, y más intensamente en la segunda mitad del ejercicio, por la influencia directa e indirecta del recorte de los salarios públicos (véase gráfico 1.5). La remuneración por asalariado aumentó un 0,7%, cifra que contrasta fuertemente con el incremento del 4% que registraron los costes laborales en 2009.

COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM  
Tasas interanuales



COSTES LABORALES UNITARIOS  
Tasas interanuales



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO  
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

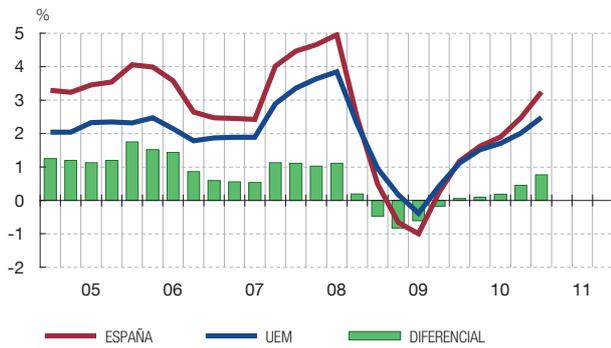
a Tasas interanuales cambiadas de signo.

Una parte significativa de esta desaceleración se debió al cambio de trayectoria de los salarios públicos, que cayeron un 1,8 % (frente al aumento del 4 % en 2009 y del 7 % en el bienio 2007-2008). El resto, a la ralentización en la remuneración por asalariado de la economía de mercado, que avanzó a una tasa del 1,4 % (frente al aumento del 3,7 % en 2009, o del 5,9 % en 2008, cuando se inició la fase más aguda de la recesión). El menor incremento en las tarifas negociadas en convenio, influidas por las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado por los agentes sociales en febrero de 2010, y la ausencia de presiones inflacionistas determinaron este resultado, que a su vez permitió un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, por segundo año consecutivo. La evolución de los salarios de convenio en los primeros meses de 2011 muestra un repunte que, de consolidarse, pondría en riesgo las mejoras en la competitividad necesarias para la reactivación del producto y del empleo.

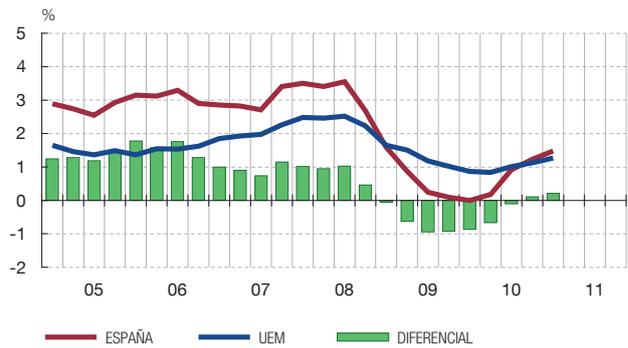
Y la inflación repuntó con fuerza por factores predominantemente transitorios

La inflación repuntó en la segunda mitad del ejercicio hasta alcanzar, en términos del IPC, una tasa de crecimiento interanual del 3 % en diciembre de 2010 (véase gráfico 1.6). Esta trayectoria ha continuado en los meses transcurridos de 2011, situando la tasa de variación interanual de los precios de consumo en el 3,8 % en abril, muy afectada por el intenso crecimiento de los precios del petróleo en los últimos meses. Una parte muy significativa de este aumento obedece a factores de naturaleza primordialmente

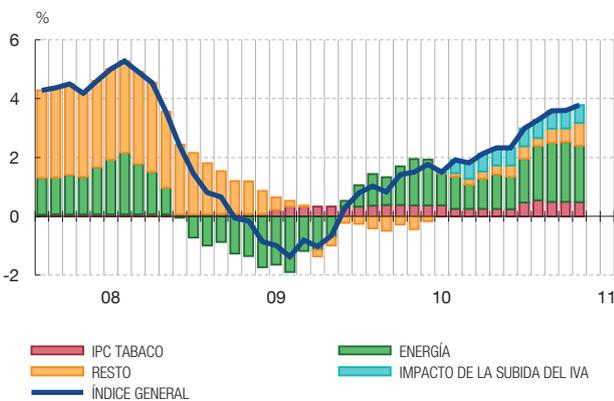
IPC  
Tasas interanuales



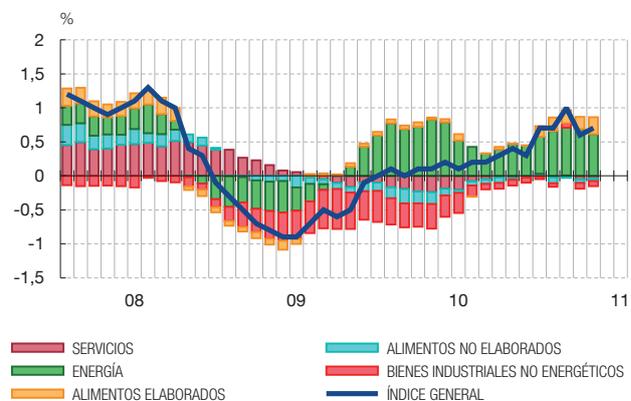
IPC SIN ENERGÍA  
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

transitoria, como son los cambios impositivos y de precios regulados, así como por la trayectoria alcista de los precios de las materias primas. Todos ellos tienen un efecto directo significativo sobre el nivel de precios y sobre la tasa de inflación, pero, si no se generan efectos indirectos sobre los costes de las empresas, su impacto terminará desapareciendo de la tasa interanual del IPC al cabo de un año. Para garantizar el carácter temporal del repunte de la inflación, es imprescindible, por tanto, que estos efectos indirectos sean limitados y que no se produzca una revisión generalizada de las expectativas de inflación que termine por afectar de manera permanente a los precios finales, bien a través de los precios que fijan los productores o bien mediante la negociación salarial. Una eventual resistencia a aceptar pérdidas transitorias de ingresos reales que para trabajadores y empresas comporta la subida del precio de la energía y de la imposición indirecta se traduciría en una mayor persistencia de las presiones inflacionistas y en una merma de las posibilidades de recuperación y creación de empleo.

Las perspectivas para 2011 dibujan un horizonte de recuperación lenta que no está exento de notables incertidumbres

Las perspectivas para el año 2011 dibujan un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente de la capacidad para aprovechar el empuje del resto del mundo mediante mejoras sustanciales de competitividad, que permitan que la demanda exterior proporcione el soporte que necesita el despegue de la actividad y el empleo. La reanimación de la demanda interna se encuentra condicionada por el nivel de endeudamiento del sector privado. Este escenario está sujeto a una gran incertidumbre y posibles riesgos de desviación

La capacidad de ajuste de una economía ante distintas perturbaciones depende de una serie de características estructurales e institucionales, entre las que desempeña un papel destacado el grado de adaptación de precios y salarios a cambios en sus determinantes fundamentales. En el caso de la economía española, los mecanismos de determinación salarial y de formación de precios han configurado un patrón de ajuste que conduce a significativas fluctuaciones del empleo y de la actividad, con un comportamiento más inercial de precios y salarios, como demuestran numerosos estudios recientes<sup>1</sup>. En la última crisis, por ejemplo, la magnitud de la destrucción de empleo fue muy superior a la de otros países de la UEM en los que el retroceso del PIB fue de magnitud

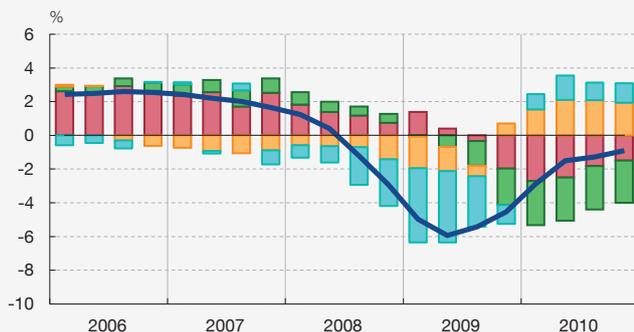
similar; posteriormente, las dificultades para generar empleo neto a las que se enfrenta la economía española están determinando una salida de la crisis más tardía y menos intensa. Por tanto, cabría preguntarse hasta qué punto la existencia de rigideces de precios y salarios ha sido un factor relevante en la recesión y puede suponer un lastre en la actual etapa de recuperación.

Para ilustrar el alcance de estas cuestiones, a continuación se utiliza un modelo de equilibrio general (denominado BEMOD) estimado para la economía española en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que recoge los distintos grados de rigidez nominal y real que existen en España y el resto de la UEM, bajo la forma de distintos valores estimados para la indiciación salarial o para la frecuencia de revisión de precios y salarios ante cambios en sus determinantes, como son el coste marginal y el salario de reserva, respectivamente<sup>2</sup>. Debe tenerse en cuenta que el BEMOD

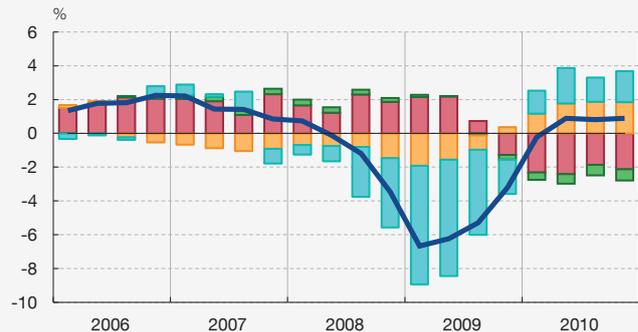
1 Para el caso de los salarios, véase, por ejemplo, P. Cuadrado, P. Hernández de Cos y M. Izquierdo (2011), «El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España. Para las rigideces de precios, un estudio que las cuantifica para España y otros países europeos es Dhyne et ál. (2006), «Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data», *Journal of Economic Perspectives*.

2 Véase el artículo de Andrés, Hurtado, Ortega y Thomas (2010), «Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis», publicado en *SERIEs*, vol. 1.

1 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB REAL: ESPAÑA



2 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB REAL: RESTO DE LA UEM



3 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS SALARIOS NOMINALES: ESPAÑA



4 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS SALARIOS NOMINALES: RESTO DE LA UEM



■ OTRAS PERTURBACIONES: DEMANDA PRIVADA Y PÚBLICA, PRODUCTIVIDAD, Y DEL RESTO DEL ÁREA  
■ PERTURBACIONES DE TIPOS DE INTERÉS  
■ DESVIACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA VARIABLE OBSERVADA RESPECTO DE SU MEDIA (a)

■ PERTURBACIONES NACIONALES DE PRECIOS Y SALARIOS  
■ PERTURBACIONES PROVENIENTES DEL RESTO DEL MUNDO

FUENTE: Banco de España.

a La suma de las contribuciones de todas las perturbaciones contempladas no es igual a la tasa de crecimiento observada del PIB o de los salarios, sino a la desviación de esta respecto de su valor promedio en el período 1997-2009.

no modeliza explícitamente más aspectos financieros que la evolución de los tipos de interés, y, por tanto, estos resultados, como todos los que se realizan a partir de modelos muy estilizados, deben interpretarse con la debida cautela<sup>3</sup>; en consonancia con trabajos recientes, el modelo estima una duración media de los precios inferior al año tanto en España como en el resto de la UEM, y algo superior al año en salarios, así como un efecto moderado de la inflación pasada sobre los precios, más relevante en los sectores no comerciables que en los expuestos a la competencia internacional, y similar en ambas economías. Sin embargo, el grado de indiciación salarial estimado es elevado en España y apenas significativo en el promedio de las demás economías europeas.

Este modelo permite identificar los distintos factores que originaron el descenso de la actividad en España y la UEM durante la última crisis. Los paneles superiores del gráfico 1 representan la evolución del crecimiento del PIB en España y el resto de la UEM, junto con las contribuciones de las principales perturbaciones que hicieron que estas economías se desviasen de su patrón de crecimiento medio histórico<sup>4</sup>. Destaca al comienzo de la recesión la gran contribución negativa de la partida denominada «resto del mundo», que recoge, sobre todo, el efecto del fuerte retroceso de la demanda mundial y que incide en mayor medida sobre el resto del área del euro que sobre España, menos abierta al resto del mundo. Fue también la recuperación de la demanda exterior la que tuvo una contribución más decidida a la reactivación económica en 2010 —de nuevo también en mayor medida en el resto de la UEM—, junto con el mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria, con tipos de interés menores que lo que indicaría la respuesta estimada en el modelo de estos a la inflación y

al ciclo del área (la regla de Taylor estimada sugiere que, para la caída del PIB y la inflación observada, la reducción de los tipos de interés podría haber sido más intensa y más rápida). Las barras rojas, por su parte, recogen un conjunto amplio de perturbaciones, principalmente las correspondientes a la demanda pública (que tuvieron un efecto positivo muy marcado durante los programas de estímulo público de los años 2008 y 2009, y negativo con la consolidación comenzada en 2010) y a la demanda privada nacional (que presentó aportaciones muy negativas en 2008 y 2009), pero también las de productividad, así como las provenientes del resto del área del euro<sup>5</sup>.

Junto a estas contribuciones de diversas perturbaciones a la crisis, se identifica un claro efecto negativo sobre el crecimiento en 2009-2010 debido al insuficiente ajuste de precios y salarios a la evolución de sus determinantes, incluso en relación con la respuesta gradual mencionada anteriormente que estima el modelo, a través de una actualización no inmediata de precios y salarios y de la indiciación a la inflación pasada relativamente reducida de los precios, prácticamente inexistente en los salarios en el resto de la UEM, pero cercana al 50 % en el caso de los salarios en España. Así, las contribuciones de las distintas perturbaciones a la evolución de los salarios representadas en los paneles inferiores del gráfico muestran cómo estos crecieron en España por encima de sus determinantes (perturbaciones positivas representadas con barras verdes) desde 2008. En ausencia de esa rigidez, por ejemplo, los salarios hubieran caído un 1,4 % en 2009, frente al crecimiento del 4 % observado, lo cual habría provocado, dado el efecto retardado de estos sobre el empleo y la actividad, un impulso positivo sobre el PIB de 2,6 pp en 2010. En el resto de la zona del euro, aunque los salarios han crecido por encima de sus determinantes desde 2009, lo han hecho en menor medida que en el caso español y su impacto sobre la actividad es pequeño.

- 3 Los tipos de interés se modelizan de acuerdo con una regla de Taylor estimada donde los tipos a corto plazo sobre los que actúa el BCE evolucionan en respuesta a los movimientos de la inflación y la actividad del área del euro en su conjunto, pero pueden sufrir perturbaciones que les hagan tomar valores por encima o por debajo de estos fundamentos.
- 4 Es decir, la suma de las contribuciones de todas las perturbaciones contempladas no es idénticamente igual a la tasa de crecimiento del PIB o de los salarios, sino a la desviación de esta respecto de su valor promedio en el período de estimación del modelo: 1997-2008.

- 5 Algunas de estas aportaciones resultan individualmente muy significativas, pero al agruparse tienden a compensarse entre sí, de ahí el tamaño relativamente reducido de la aportación de este conjunto de perturbaciones.

SIMULACIÓN DE UN AUMENTO DEL 50 % DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (a)

En porcentaje

	Diferencias de nivel acumuladas en el segundo año respecto del escenario base			
	España		Resto UEM	
	Rigideces estimadas	Economía flexible	Rigideces estimadas	Economía flexible
PIB	-1,59	-1,14	-1,11	-0,93
Empleo	-1,12	-0,62	-0,78	-0,57
Deflactor del consumo	1,74	1,34	1,18	1,01
Salarios nominales	0,04	-0,82	-0,21	-0,76

FUENTE: Banco de España.

De cara a la fase de recuperación a la que se enfrenta la economía española, es necesario, por tanto, insistir en la conveniencia de que se produzcan las reformas necesarias para disponer de un grado mayor de flexibilidad de precios y, especialmente, salarios. En el contexto de la Unión Económica y Monetaria, la imposibilidad de devaluar nuestra moneda debe ser suplida por una suficiente flexibilidad de precios y salarios que permita obtener ganancias de competitividad-precio. Esta flexibilidad es, además, imprescindible en un contexto en el que se van a producir perturbaciones adicionales, como es la reciente subida del precio del petróleo.

Para ilustrar cómo una reducción de estas rigideces podría ayudar al proceso de recuperación a que se enfrenta la economía española en los próximos años, en el cuadro 1 se simulan con el modelo BEMOD los efectos de un aumento del precio del petróleo bajo distintos escenarios. Cuando se utiliza el modelo con el grado de rigidez estimado con los datos observados, se observa que, ante un aumento persistente del precio del petróleo del 50 %, el PIB en España se reduciría 1,6 pp respecto al escenario base al cabo de dos años, y el empleo 1,1 pp, también respecto al escenario base. En el resto de la UEM, sin embargo, las desviaciones de la actividad

y el empleo serían tan solo 1,1 pp y 0,8 pp, respectivamente, debido tanto a su mayor flexibilidad observada como al menor peso de los bienes energéticos en sus procesos productivos y en su cesta de consumo. También se ha simulado qué ocurriría en un escenario de flexibilidad salarial total y en el que se cancelan los efectos de segunda vuelta sobre los precios de cualquier perturbación inflacionista, de modo que tanto en la economía española como en el resto de la zona del euro desaparece la indiciación salarial y los salarios se revisan cada trimestre (este escenario contrafactual es bastante extremo, por lo que las cuantificaciones obtenidas deben tomarse con cautela). En este caso, el impacto negativo sobre el PIB y el empleo en España se reduciría porque los salarios caen ante el retroceso de la actividad y el empleo, permitiendo que la perturbación se salde con un menor ajuste del empleo y, por tanto, del PIB. De este modo, ante el mismo aumento del precio del petróleo antes simulado, en este escenario con total flexibilidad se destruirían el segundo año aproximadamente la mitad de puestos de trabajo que en el escenario con rigideces, es decir, se mantendrían 85.000 puestos de trabajo más. En el caso del resto de la UEM, las diferencias entre los dos escenarios son más reducidas, puesto que el grado de flexibilidad de precios y salarios existente es más cercano al del contra-factual de flexibilidad salarial.

a la baja, asociados a las tensiones en los mercados financieros, que podrían continuar afectando negativamente a las condiciones de financiación y a la confianza de los agentes económicos. Un riesgo añadido es el que se deriva de la escalada del precio del petróleo, que puede modificar la trayectoria de recuperación de los países avanzados y afectar al proceso de confianza de los agentes económicos y financieros. Esta perturbación puede exacerbar los factores de oferta que tradicionalmente han limitado la flexibilidad y el potencial de crecimiento de la economía y que resultan de la interacción de una elevada dependencia energética con la rigidez en la formación de costes y precios en España. La moderación de la inflación y el ajuste de precios relativos son requisitos fundamentales para asegurar la recuperación (véase recuadro 1.1).

## 5 La magnitud de los retos planteados y la responsabilidad de la política económica

La economía española afronta una situación difícil cuya superación requiere políticas económicas ambiciosas

Como se ha puesto de manifiesto en los epígrafes anteriores, las tensiones vividas por la economía española se debieron en gran medida a las vulnerabilidades emergidas con motivo de la crisis financiera, cuyo origen se encontraba en los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante la larga fase expansiva. Transcurrido un año desde que se desencadenara esta nueva fase de la crisis, vinculada a la deuda soberana, los factores que obstaculizan el retorno a una senda de crecimiento sostenido no se han eliminado completamente, como tampoco lo han hecho las dudas sobre su capacidad de crecimiento a medio y largo plazo, a pesar del giro en la orientación de la política económica. Todo ello configura una situación difícil que plantea importantes retos; entre ellos, apuntalar la recuperación, al tiempo que se completan los ajustes en marcha, se sana la economía y se recupera la confianza.

En esta tesitura, la respuesta de la política económica es decisiva y el papel de las reformas estructurales es central para culminar la corrección de los desequilibrios. Del

grado de exigencia con que estas se planteen dependerá la trayectoria futura de la economía española; de manera singular, la velocidad y magnitud de la recuperación y su capacidad para generar empleo. En el pasado, la instrumentación en momentos críticos de reformas ambiciosas fue determinante para impulsar el proceso de modernización y de convergencia real. Dentro de la UEM, el diseño e instrumentación de reformas estructurales es aún más importante, porque no se dispone del tipo de cambio para generar ganancias de competitividad a corto plazo y porque se ha agotado por completo el margen de utilización de las políticas expansivas de demanda. En las circunstancias presentes, existe una oportunidad para que el esfuerzo de ajuste permita completar la adaptación de la economía a los requerimientos de estabilidad macroeconómica que comporta la pertenencia a la UEM.

En el último año se ha emprendido un cambio de orientación de la política económica en tres grandes áreas

Como ya se ha señalado, a lo largo del último año se han emprendido reformas en tres grandes áreas; en el ámbito de la reestructuración y recapitalización del sistema financiero<sup>1</sup>; en el plano de la consolidación fiscal y en el terreno de las reformas estructurales. La actitud reformista debe perseverar y se ha de seguir avanzando en estas tres líneas de actuación, que están estrechamente relacionadas.

En el ámbito financiero, está teniendo lugar un proceso profundo de saneamiento, reestructuración y recapitalización...

En el ámbito financiero, los desequilibrios acumulados en una parte del sector bancario (especialmente en algunas entidades del sector de cajas de ahorros) llevaron, ya en 2009, a adoptar algunas medidas encaminadas a propiciar un sustancial saneamiento, reestructuración y recapitalización de ese segmento, que es en el que tendió a concentrarse la pérdida de confianza de los inversores. Tales desequilibrios se centraron en problemas de sobredimensionamiento, concentración excesiva de riesgos inmobiliarios y una elevada dependencia de la financiación procedente de los mercados mayoristas. De forma adicional, a estos desequilibrios se han unido las dificultades derivadas de algunas características singulares de las cajas de ahorros que han amplificado la percepción de vulnerabilidad de estas instituciones: su particular estructura societaria, un modelo de gobernanza corporativa insuficientemente robusto, las dificultades para captar en los mercados recursos de capital de primera calidad y las complejidades que, en comparación con el resto de las entidades de crédito, se derivan de un marco jurídico que combina actuaciones del Estado y las CCAA.

En 2009 se creó el Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el doble objetivo de resolver de una manera ordenada eventuales situaciones de falta de viabilidad de las entidades y de facilitar los procesos de integración entre instituciones viables. En este último caso, el apoyo financiero del FROB se condicionaba a la presentación de un plan de integración, que contenía el plan de negocio y de reestructuración, que tenía que aprobar el Banco de España (en el recuadro 1.2 se ofrece mayor detalle sobre el FROB y sobre el resto de medidas que se comentan a continuación).

... imprescindible para hacer frente a unos problemas de confianza agravados como resultado de la crisis de la deuda soberana...

La primera oleada de la crisis de la deuda soberana en la primavera del pasado año trajo consigo una pérdida general de confianza de los inversores que, por los motivos señalados, afectó singularmente a un grupo de países, entre los que se encontraba el nuestro. En última instancia, estas circunstancias pusieron de manifiesto la necesidad de acelerar los procesos de integración, con objeto de lograr sinergias que permitan reducciones de costes, con la idea final de crear entidades con mayor volumen de activos, mejor gestionadas y más eficientes, que estén en mejores condiciones para captar financiación en los

<sup>1</sup> El análisis del sistema financiero español y su reestructuración y recapitalización se realiza con mayor detalle en otras publicaciones especializadas del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera* o la *Memo-ria de la Supervisión Bancaria en España*.

En este recuadro se describen con cierto detalle las características principales de las diferentes medidas adoptadas en el marco del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario español que se comenta en el texto principal. Este proceso se inició con la creación del Fondo de Reestructuración Bancaria Ordenada (FROB), recogida en el RDL 9/2009, de 26 de junio, que tuvo un doble propósito: aportar una solución para entidades que dejaran de ser viables y facilitar los procesos de integración de instituciones viables promoviendo su reestructuración. La primera modalidad solo se ha utilizado en un caso (Cajasur), aunque antes de la creación del FROB se intervino otra entidad (Caja Castilla-La Mancha) mediante la participación del Fondo de Garantía de Depósitos. El peso conjunto de estas dos cajas apenas superaba el 1 % de los activos totales del sistema. La segunda variante se instrumentó a través de la suscripción por parte del FROB de participaciones preferentes convertibles en acciones, cuotas participativas con derecho a voto o aportaciones al capital de cooperativas, con un plazo máximo de cinco años prorrogable por dos más y una remuneración mínima del 7,75 %<sup>1</sup>. Las ayudas estaban condicionadas a la presentación de un plan de integración que había de ser aprobado por el Banco de España. Esta vía sirvió para apoyar ocho procesos de integración de cajas de ahorros, en los que el FROB se comprometió con ayudas por 10.066 millones de euros (en torno al 1 % del PIB)<sup>2</sup>. Añadiendo otros cuatro procesos que no han requerido la participación del FROB, la reestructuración resultante ha sido profunda,

como muestra el cuadro adjunto<sup>3</sup>. En conjunto<sup>4</sup>, están implicadas 39 cajas de un total de 45, que representan un 88 % de los activos de este subsector y el 32 % de los del sistema bancario nacional. El resultado es una reducción del número de cajas o grupos de cajas a 18, con una dimensión media de 70.000 millones de euros, casi 2,5 veces superior a la anterior. Los planes de integración aprobados contemplan también un descenso de entre el 20 % y el 25 % del número de oficinas y de entre el 12 % y el 18 % del personal. Estos desarrollos han venido acompañados de un importante esfuerzo de saneamiento de los balances, que, para el conjunto de las entidades de depósito españolas, ha ascendido a unos 96 mm de euros (un 9,5 % del PIB) en el trienio 2008-2010, como muestra el gráfico adjunto.

Durante la primavera de 2010, se realizaron unas pruebas de resistencia coordinadas a nivel europeo. Se consideró que el nivel de capital objetivo que debían alcanzar las entidades tras el ejercicio debía ser del 6 % de los recursos propios básicos (Tier 1) sobre activos ponderados por riesgo (por encima del 4 % vigente en la regulación en ese momento). En España, el ejercicio se realizó con una cobertura del 90 % de los activos totales del sistema. Los resultados, que fueron divulgados a finales de julio con un amplio detalle de información, pusieron de manifiesto la capacidad de resistencia de la mayoría de las entidades españolas, ya que solo cuatro grupos de cajas de ahorros presentaban necesidades adicionales de capital por valor de 1.835 millones de euros en el escenario adverso. Durante la primavera de 2011 se está realizando un ejercicio similar, cuyos resultados se espera que se publiquen en el mes de junio.

- 1 La remuneración será el máximo entre 7,75 % y el rendimiento de la deuda pública española a cinco años, más 500 pb en el momento de aprobación de la operación, y aumenta en 15 pb cada año hasta el quinto, y en 100 pb por año adicional si se proroga la operación.
- 2 Estas cifras no incluyen el proyecto inicial del SIP Banco Base, para el que se preveían ayudas por 1.493 millones de euros (haciendo un total de 11.559 millones), que finalmente no llegaron a concederse. Las dos entidades o grupos resultantes de dicha ruptura han planteado sus estrategias de recapitalización de acuerdo con las nuevas necesidades derivadas de lo previsto en el Real Decreto Ley 2/2011.

En julio del pasado año, el Gobierno aprobó la reforma de la ley de cajas de ahorros mediante el RDL 11/2010 con el fin de afrontar las dos debilidades estructurales del sector, ligadas a su peculiar estructura

- 3 Cabe señalar que también se han realizado procesos de integración entre otras entidades del sistema financiero español (bancos y cooperativas de crédito) como iniciativas voluntarias encaminadas a mejorar su eficiencia.
- 4 Considerando la ruptura del proyecto SIP Banco Base.

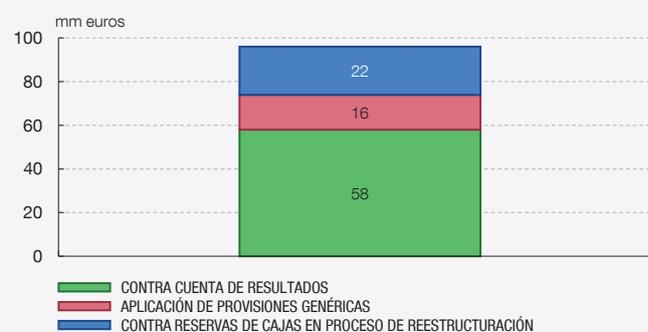
PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE CAJAS DE AHORROS

	Entidades participantes	Entidades finales	Activos totales (millones de euros) (a)	Activos en porcentaje del total cajas de ahorros	Activos en porcentaje del total sistema bancario (b)
Procesos de integración con ayudas FROB	33	9 (4 SIP)	863.353	68,1	24,8
Procesos de integración sin ayudas FROB	7	3 (1 SIP)	330.263	26,1	9,5
Total reestructuración (c)	40	12 (6 SIP)	1.193.616	94,2	34,3
Resto	5	5	73.452	5,8	2,1
Total cajas de ahorros	45	17	1.267.068	100	36,4

FUENTE: Banco de España.

- a Datos balances consolidados a 31.12.2010.
- b Suma total de los balances consolidados de entidades bancarias nacionales.
- c Incluye la reestructuración de CCM, aunque en este caso se utilizó el marco tradicional del FGD.

PROVISIONES CONSTITUIDAS DESDE ENERO DE 2008



jurídica, que se habían puesto de manifiesto de manera clara durante la crisis: los problemas de gobernanza y la limitada capacidad para obtener recursos propios de máxima calidad. Para lo primero, se establecieron límites más restrictivos a la presencia de representantes de las Administraciones Públicas en los órganos rectores de estas entidades y se exigió una adecuada capacitación profesional a los mismos. Para corregir la segunda deficiencia, se introdujo un régimen legal más atractivo para las cuotas participativas y se ampliaron las estructuras jurídicas a través de las que las cajas de ahorros pueden prestar sus servicios financieros, permitiéndoles ejercer su actividad financiera mediante sociedades anónimas con la categoría de bancos, bien a través de la figura de los denominados Sistemas Institucionales de Protección (SIP), bien mediante la creación de un banco al que se traspasaría el negocio financiero.

También en el verano de 2010 el Banco de España modificó la normativa contable de provisiones, mediante la CBE 3/2010, con un triple objetivo: reconocer el valor de las diferentes garantías inmobiliarias según el tipo de activo, pero aplicando importantes recortes por precaución y acortando el plazo en que se debe provisionar el conjunto del riesgo; incrementar las dotaciones mínimas por los activos adjudicados, que dependen tanto de las tasaciones como del paso del tiempo, e incentivar el establecimiento de márgenes de prudencia mayores para la concesión de créditos. Más tarde (en noviembre), exigió a las cajas de ahorros que publicaran información pormenorizada sobre sus riesgos y coberturas, en especial las exposiciones al sector inmobiliario y el volumen de financiación mayorista y la situación de liquidez, lo que hicieron antes del final de enero de 2011. Asimismo, en ese mes también se requirió formalmente a todas las entidades para que incorporaran esta información a sus estados financieros de 2010.

El 18 de febrero de 2011, el Gobierno aprobó el RDL 2/2011, por el que aumentó el nivel mínimo exigible de capital de las entidades, introduciendo un nuevo coeficiente de solvencia, que se deberá cumplir manteniendo un capital principal<sup>5</sup> de, al menos, un

5 Su definición es más estricta que la de recursos propios básicos anterior, ya que está basada en el concepto de *common equity Tier 1* de Basilea III en su versión aplicable en 2013, con algunas modificaciones.

8 % de los activos ponderados por riesgo, elevándose la ratio hasta el 10 % para aquellas entidades en las que el peso relativo de la financiación procedente de los mercados mayoristas supere el 20 % y que no tengan colocado entre terceros al menos un 20 % de su capital. Asimismo, se reformó el funcionamiento del FROB para que este pueda utilizarse para recapitalizar aquellas entidades que no puedan cumplir con estos requisitos mediante el recurso a los mercados. Concretamente, se le habilita para que pueda suscribir acciones ordinarias en condiciones de mercado, que deberá vender antes de que transcurran cinco años, a condición de que la entidad presente un plan de recapitalización que debe aprobar el Banco de España. En estos casos, el FROB se incorporará como administrador al consejo de administración de la institución afectada. Si se trata de una caja de ahorros o de una integración de estas a través de un SIP, esta modalidad exigirá traspasar toda la actividad crediticia a un banco por alguna de las vías previstas en el RDL 11/2010. Las nuevas exigencias tienen que cumplirse en septiembre de este año, aunque podrá solicitarse una prórroga de tres meses, ampliable a seis en los casos de procesos de admisión a cotización. El pasado 10 de marzo el Banco de España comunicó los requerimientos de capital derivados de la aplicación de la nueva normativa, resultando que 12 entidades (dos bancos españoles, dos filiales de bancos extranjeros y ocho cajas de ahorros) presentaban unas necesidades adicionales de capital por un importe total de 15.152 millones de euros (14.077 millones correspondientes a cajas de ahorros). El 14 de abril el Banco de España aprobó las estrategias para cumplir con estos nuevos requisitos de capital. En el caso de las entidades participantes en el proyecto original de SIP Banco Base, se han presentado estrategias por separado referidas a las necesidades de capital de las dos entidades o grupos de entidades que han resultado de dicha ruptura. El 28 de abril, dentro del plazo legalmente previsto, las entidades o grupos de entidades que han solicitado al FROB los recursos de capital que necesitan para cumplir estos requisitos de capital, como fuente prioritaria, han remitido sus planes de recapitalización. A partir de dicha fecha, siguen realizándose las actuaciones previstas en el nuevo Real Decreto Ley 2/2011, tanto por parte del Banco de España como por parte del FROB, con objeto de cumplir los trámites y calendarios establecidos.

mercados. La reacción de las entidades se materializó en una aceleración que se plasmó en la aprobación de un número significativo de operaciones de integración, la mayoría de ellas con apoyo financiero del FROB, que afectaron a una parte muy significativa del subsector de cajas de ahorros. Como resultado, el número de cajas de ahorros o grupos de cajas de este subsector ha pasado, a finales de mayo, de 45 a 18, al tiempo que los planes de integración aprobados contemplaban importantes reducciones tanto del número de sucursales como del personal de las entidades involucradas.

En el verano de 2010 se publicaron, con un grado de detalle y de información elevado, los resultados de las pruebas de resistencia, realizadas de forma coordinada a nivel europeo,

que en el caso de España cubrieron los bancos cotizados y la totalidad de las cajas de ahorros. Estos resultados mostraron que el sistema financiero español en su conjunto podía resistir perturbaciones extremas poco probables y que solamente cuatro agrupaciones de cajas no lograrían, en caso de que esas hipótesis se materializaran, mantener los niveles de capitalización exigidos en la prueba.

Las reestructuraciones y recapitalizaciones acometidas, así como el esfuerzo de saneamiento que las entidades venían realizando, ofrecían una respuesta adecuada a los problemas de sobredimensionamiento y de acumulación excesiva de riesgos de las cajas, tal y como confirmaban las pruebas de resistencia. Simultáneamente, en el verano de 2010 se aprobó una ley para la reforma de las cajas de ahorros cuyo objetivo principal fue mejorar la gobernanza de estas instituciones y su capacidad para captar recursos propios en los mercados de capital.

Estas actuaciones se vieron potenciadas también por otras tomadas en esas mismas fechas tanto a nivel europeo (los mecanismos de apoyo financiero y las medidas no convencionales de política monetaria) como español (consolidación fiscal y reforma del mercado de trabajo). Las tensiones comenzaron a remitir después del verano y la confianza de los inversores, a recuperarse. De este modo, tuvo lugar una reducción de las primas de riesgo de los activos emitidos por el sector público y por las instituciones financieras y un retorno gradual de los flujos de capital exteriores.

... y nuevamente realimentados, más tarde, por las tensiones que causó la crisis bancaria irlandesa

No obstante, este proceso se interrumpió de forma brusca en el otoño como resultado del estallido de la crisis bancaria irlandesa. Es importante destacar que por su naturaleza, centrada en el sector bancario, este episodio resultó particularmente perjudicial para el proceso de reestructuración y recapitalización de las cajas. El hecho de que las dos entidades bancarias irlandesas que habían participado en las pruebas de resistencia antes comentadas y las habían superado fueran parte integral de los problemas debilitó sustancialmente la confianza de los inversores en los resultados de las pruebas. Volvieron a elevarse entonces los costes de financiación de la banca y aumentaron sus dificultades para acceder a los mercados mayoristas. Las entidades crediticias españolas, y especialmente las cajas de ahorros, vieron de este modo cómo se perdía una parte importante del terreno ganado gracias al impulso reformista previo.

En noviembre, el Banco de España requirió a las cajas de ahorros que hicieran un ejercicio especialmente intenso de transparencia con objeto de facilitar un correcto análisis de su situación, publicando, antes de finales de enero de 2011, datos detallados sobre su exposición al sector de la promoción y la construcción inmobiliarias y sobre el volumen de financiación mayorista y su situación de liquidez, los dos elementos que eran percibidos por los mercados como los principales factores de riesgo de esas entidades. A su vez, en febrero de 2011, el Gobierno aprobó un Real Decreto Ley por el que se elevaron los niveles mínimos de solvencia exigidos a todas las entidades y se habilitó al FROB para que pudiese adquirir, de manera temporal y sujeta a la aprobación por parte del Banco de España de un plan de recapitalización, acciones del capital social de aquellas entidades que no pudieran obtener en el mercado los fondos requeridos en el plazo establecido. Los requisitos de capital se han elevado en mayor medida para las entidades que no cuentan con suficiente participación de terceros en su capital y más dependientes de los mercados mayoristas, y se ha establecido también que el recurso al FROB por parte de una caja de ahorros conlleve el traspaso por parte de esta de su negocio a una entidad bancaria, lo que se traduciría en un cambio sustancial, entre otras cosas, en su régimen de gobernanza corporativa y en sus posibilidades de acceso a los mercados de capitales.

El objetivo de este nuevo conjunto de medidas, junto con la próxima publicación de los resultados de las nuevas pruebas de resistencia a nivel europeo, es contribuir decisivamente al restablecimiento de la confianza de los inversores internacionales en nuestro sistema financiero, reduciendo el riesgo de una prolongación de las tensiones que pudiera minar la recuperación de la economía española.

En el plano de la política fiscal, se definió una estrategia de consolidación presupuestaria exigente para los años 2010 y 2011...

En el plano presupuestario, el Gobierno aprobó en mayo un paquete de medidas de recorte del déficit para 2010 y 2011, adicional al que ya incorporaban los Presupuestos Generales para 2010 (la retirada de algunas de las medidas extraordinarias de corte expansivo, en vigor durante la crisis, y el incremento del IVA a partir del 1 de julio, entre otras). El paquete de mayo supuso un recorte adicional del gasto de en torno a un 1,5 % del PIB para esos dos años, con lo que la senda de reducción del déficit quedó establecida en el 9,3 % del PIB, 6 % del PIB y 4,4 % del PIB en 2010, 2011 y 2012, respectivamente.

... que anticipaba el esfuerzo de ajuste previsto hasta 2013 al bienio 2010-2011 y estaba basada predominantemente en recortes del gasto de corte estructural

La estrategia de consolidación definida por el Gobierno adelantó el grueso del ajuste al bienio 2010-2011 y lo hacía descansar en recortes de gasto, muchos de ellos de naturaleza estructural, entre los que cabe destacar el descenso en la remuneración de los asalariados públicos a partir de junio de 2010, la reducción de la inversión pública, la congelación de los salarios públicos y de las pensiones en 2011 o la limitación de la tasa de reposición de los empleados públicos al 10 %. Los Presupuestos Generales del Estado para 2011 validaron estas medidas e introdujeron recortes adicionales en otras partidas presupuestarias, así como ciertos aumentos impositivos (en concreto, la subida de la tributación en el tramo estatal de IRPF para rentas superiores a 120.000 euros y la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para rentas superiores a 24.170,2 euros). La Actualización del Plan de Estabilidad para el período 2010-2014, que el Gobierno aprobó el 29 de abril, confirmó la senda de ajuste hasta 2013 ya mencionada y fijó adicionalmente un objetivo de déficit para 2014 del 2,1 % del PIB, que sería compatible con una ratio de deuda pública con respecto al PIB del 68,9 % del PIB, con lo que, de cumplirse los objetivos del plan de consolidación propuesto, en 2014 se iniciaría la trayectoria descendente de esta variable.

El cierre de las cuentas públicas para 2010 —que implica un déficit de las AAPP equivalente al 9,2 % del PIB y una ratio de deuda pública del 60,1 % del PIB— muestra que las medidas adoptadas en 2010 han sido efectivas para revertir la trayectoria alcista del déficit público, si bien comportan un esfuerzo de ajuste presupuestario desigual entre las distintas Administraciones: mientras que el Estado redujo el déficit en 4,3 pp (hasta el 5 % del PIB), las CCAA lo aumentaron en 1,4 pp (hasta el 3,4 %). La posición fiscal de la Seguridad Social también se deterioró en un 1 pp, alcanzando un déficit del 0,2 %.

Las proyecciones fiscales para 2011 y 2012 indican la existencia de algunos riesgos de desviación de los objetivos de déficit...

Por otra parte, las proyecciones fiscales para 2011 y 2012 realizadas por el Banco de España en el marco del ejercicio anual de proyecciones macroeconómicas apuntan a que existen algunos riesgos de desviación al alza respecto a los objetivos de déficit. La reducción prevista del déficit se basa en unas previsiones macroeconómicas que, de no confirmarse, podrían traducirse en una evolución menos favorable de los ingresos. Por otra parte, no se pueden descartar posibles desviaciones en el ámbito de las Administraciones Territoriales.

El programa de consolidación fiscal constituye una pieza central de la estrategia global de política económica, cuyo éxito requiere acometer un esfuerzo presupuestario muy elevado que no tiene precedente histórico ni en su tamaño ni en su extensión a todas las Administraciones Públicas. Para alcanzar los objetivos previstos no se podrá contar con la

ayuda de otras fuentes potenciales de mejora que estuvieron presentes durante la fase expansiva. Por una parte, los ingresos extraordinarios ligados al *boom* inmobiliario no volverán y, por otra, ni la evolución del ciclo económico, que sigue una recuperación muy gradual, ni la evolución de la carga de intereses, que ya ha iniciado una trayectoria ascendente, ayudarán a mejorar las finanzas públicas.

... y para evitarlos se requiere el concurso de todas las Administraciones y un reforzamiento de las reglas de estabilidad presupuestaria

Para evitar que los riesgos de incumplimiento de la senda de consolidación fiscal se materialicen es necesario establecer bases sólidas para la reducción del déficit y el control de la deuda a medio y largo plazo, en línea con las propuestas que se realizan en el capítulo 2 de este Informe, dedicado monográficamente a este tema. Es fundamental involucrar a todas las Administraciones en el proceso de consolidación fiscal, reforzar el compromiso institucional con la estabilidad presupuestaria, así como los mecanismos para hacer cumplir las reglas, aumentar la transparencia de las cuentas públicas y potenciar la planificación presupuestaria a medio plazo.

La consolidación fiscal tiene que ir acompañada de un ambicioso programa de reformas estructurales

La aplicación de reformas estructurales que permitan mejorar la capacidad de generación de empleo y de crecimiento resulta crucial para asentar una recuperación duradera y facilitar el ajuste fiscal (véase recuadro 1.3). Las políticas de oferta que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores son imprescindibles para facilitar la expansión duradera de la actividad y del empleo, y, por lo tanto, también para incrementar los ingresos públicos y, por esta vía, promover la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. A su vez, una adecuada distribución del esfuerzo de ajuste entre las figuras de gastos e ingresos públicos contribuiría al impulso de la actividad y tendría efectos positivos sobre el empleo.

La reforma de las pensiones aprobada en marzo de este año tiene efectos positivos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y el potencial de crecimiento

La reforma del sistema de pensiones, cuyo Proyecto de Ley fue remitido a las Cortes en marzo de 2011, es un ejemplo de actuaciones que explotan la complementariedad entre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la creación de condiciones estructurales favorables por el lado de la oferta. La reforma aprobada en España modifica algunos parámetros del sistema que elevan la edad legal de jubilación e incrementan el número de años que se tiene en cuenta para el cálculo de la pensión. La combinación de ambas medidas podría, por una parte, aumentar la participación de los trabajadores de mayor edad y de esta forma el potencial de crecimiento y, por otra, mejorar la sostenibilidad del sistema de pensiones y contribuir al saneamiento de las finanzas públicas (véase recuadro 2.3 de este *Informe Anual*).

La reforma del mercado laboral sigue estando en el centro de las actuaciones necesarias de política económica...

La reforma del mercado de trabajo que se aprobó el año pasado (Ley 35/2010, de 17 de septiembre) acometió algunos pasos en la dirección de mejorar el funcionamiento del mercado laboral en el medio plazo. En el aspecto de la flexibilidad interna, la reforma pretendía que las empresas pudieran modificar algunos de los aspectos de la organización del trabajo (en particular, los referentes a las condiciones para fijar los salarios) frente a lo establecido en convenios de ámbito superior, con el objetivo de alcanzar un modelo más descentralizado, que permitiera establecer una relación más estrecha entre las condiciones laborales y las necesidades específicas de las empresas. Aunque todo ello sin alterar todavía el sistema de negociación colectiva. A su vez, en el caso de los mecanismos de contratación se introdujeron modificaciones sobre las figuras ya existentes para impulsar la contratación indefinida (facilitando las posibilidades de rescisión de contratos indefinidos por causas objetivas y extendiendo la posibilidad de utilizar el contrato de fomento), a la vez que se incorporaron nuevos límites a la contratación temporal. En conjunto, se trata de medidas todavía de carácter parcial que no modifican los rasgos fundamentales del marco laboral, como los sistemas de contratación y de negociación colectiva, por lo que no pueden alterar de forma decisiva su patrón de funcionamiento.

El importante proceso de consolidación fiscal que necesita la economía española para corregir los desequilibrios presupuestarios surgidos de la crisis se enfrenta, además de a las dificultades derivadas de la propia magnitud de los mismos, a las complicaciones añadidas por unas expectativas de crecimiento limitadas por la profundidad y la extensión de la crisis y por el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto en políticas sociales. En una situación como esta, cobra especial relevancia la complementariedad entre la política de consolidación fiscal y las políticas de oferta que, mejorando el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores, pueden conducir a una expansión del crecimiento potencial, que aumente los ingresos públicos y permita reducir algunas partidas de gasto.

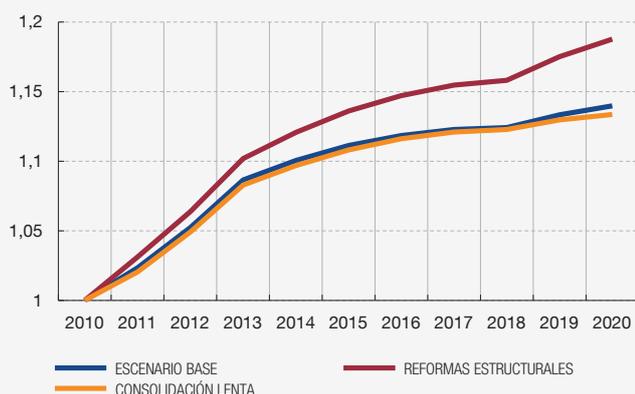
Para ilustrar los efectos que, en el corto y el medio plazo, tienen la consolidación fiscal y las reformas estructurales sobre el PIB y la deuda pública, en este recuadro se presentan algunas simulaciones realizadas mediante un modelo calibrado para España que tiene dos ingredientes fundamentales. En primer lugar, en línea con el enfoque estándar en gran parte de la literatura económica

reciente<sup>1</sup>, el modelo incorpora distorsiones en el mercado de trabajo y de productos, en forma de competencia monopolística, que dan lugar a una brecha entre precios y costes marginales y a una asignación ineficiente de los factores productivos. En segundo lugar, al objeto de capturar el impacto sobre la economía del envejecimiento de la población, su estructura demográfica es muy detallada, en forma de generaciones solapadas de hogares<sup>2</sup>.

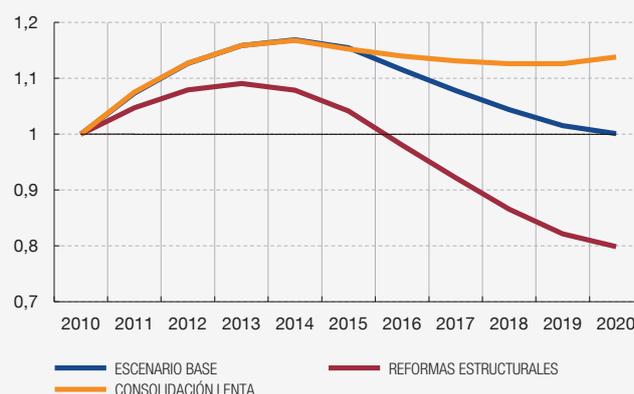
Los gráficos 1 y 2 muestran la respuesta del PIB y de la ratio de deuda pública sobre PIB a partir de 2010 en distintos escenarios. El escenario base incorpora una trayectoria de gasto público para el período 2010-2014 en línea con la que establece el Programa de Estabilidad de abril de 2011. Además, supone la continuación

1 Véase, por ejemplo, L. J. Christiano, M. Eichebaum y C. L. Evans (2005), «Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy», *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1-45.  
 2 Para una descripción detallada del modelo y de su calibración, véase A. Gavilán, P. Hernández de Cos, J. F. Jimeno y J. A. Rojas (2011), «Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances: A Quantitative Evaluation for Spain», *Moneda y Crédito*, de próxima publicación.

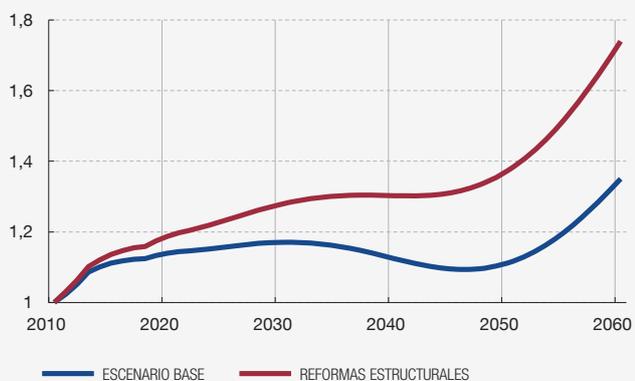
1 PIB PER CÁPITA (a) (2010-2020)



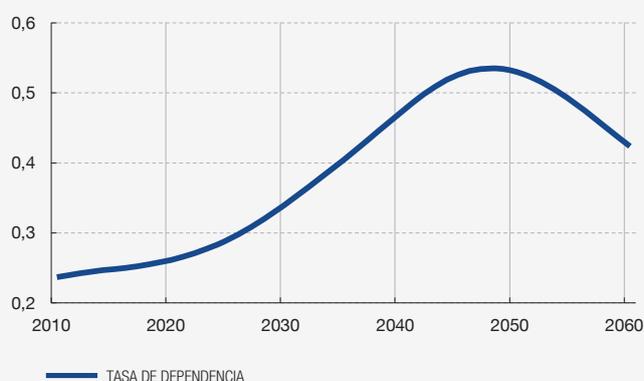
2 DEUDA PÚBLICA (% del PIB) (a) (2010-2020)



3 PIB PER CÁPITA (a) (2010-2060)



4 TASA DE DEPENDENCIA (b) (2010-2060)



FUENTE: Banco de España.

a Las variables representadas están normalizadas por su valor en 2010.  
 b La tasa de dependencia se define como la ratio de población con más de 65 años sobre aquella en edad de trabajar (entre 16 y 64 años).

del proceso de consolidación fiscal con posterioridad a 2014, de forma que la ratio de deuda pública sobre PIB en 2020 logra situarse en el 60 %. Este escenario no considera, sin embargo, la introducción de reformas estructurales. Antes de abordar el posible impacto de dichas reformas, y para valorar la importancia del perfil temporal del ajuste, este escenario se compara con el denominado «Consolidación lenta», en el que se simulan los efectos de acometer, de nuevo en ausencia de reformas estructurales, una reducción más moderada de los déficits públicos futuros. Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, un ajuste fiscal más lento que el planteado en el escenario base supondría un retraso significativo en la estabilización de la ratio de deuda pública sobre el PIB, sin beneficios en términos de crecimiento a corto plazo. Estos resultados ilustran las ventajas de la estrategia de anticipación del ajuste fiscal.

A continuación se evalúan las consecuencias de introducir reformas estructurales, por ejemplo, las que afectan a los mercados de bienes y servicios. En el escenario «Reformas estructurales» se supone que dichas reformas reducirían en 2 pp los márgenes entre precios y costes marginales existentes en los mercados de bienes y servicios y de trabajo<sup>3</sup>, y aumentarían en 0,5 pp la tasa de crecimiento de la productividad en la economía una vez superada la crisis<sup>4</sup>. Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, las reformas estructurales consideradas, al reducir las distorsiones existentes en los mercados, mejorarían la asignación de recursos y tendrían

un significativo impacto positivo sobre la actividad y acelerarían la mejora de las finanzas públicas en el corto y medio plazo, ampliando el margen de maniobra de la política fiscal.

En el largo plazo, la dinámica de la actividad y de las cuentas públicas se verá notablemente influida por el proceso de envejecimiento poblacional en el que España, como la mayoría de países desarrollados de nuestro entorno, se encuentra inmersa. El modelo empleado en este recuadro, al disponer de una estructura demográfica muy detallada, permite capturar el impacto de dicho proceso de envejecimiento sobre el gasto en pensiones y sobre la oferta laboral, así como otros efectos de equilibrio general sobre precios y salarios. En este contexto, la adopción de reformas estructurales también tendría un considerable efecto positivo, ya que, como se muestra en el gráfico 3, amortiguaría de forma significativa el efecto del envejecimiento de la población sobre el crecimiento (véase gráfico 4).

Cabe resaltar que los resultados presentados suponen que el coste de la financiación para todos los agentes domésticos (hogares, empresas y Gobierno) es independiente del volumen de deuda de la economía. Sin embargo, como ha quedado patente en los episodios de crisis de deuda soberana acaecidos en 2010, es posible que los prestamistas internacionales perciban que el riesgo de impago de la economía crece con su volumen de deuda y exijan, como compensación, una prima creciente. En este caso, las ventajas de acometer reformas estructurales y de acelerar el proceso de consolidación fiscal serían aún mayores que las resultantes de las simulaciones presentadas en este recuadro.

3 Esta reducción de márgenes equivale, aproximadamente, a un tercio de las diferencias competitivas estimadas en la literatura entre distintos países. Véase, por ejemplo, J. Andres, E. Ortega y J. Valles (2008), «Competition and Inflation Differentials in EMU», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (3), pp. 848-874, y R. Christopoulou y P. Vermeulen (2008), *Markups in the Euro Area and the US over the Period 1981-2004 – A Comparison of 50 Sectors*, European Central Bank Working Paper Series, n.º 856.

4 El impacto positivo sobre la productividad que se deriva de mejoras regulatorias en los mercados de bienes y servicios y de trabajo se docu-

menta empíricamente, por ejemplo, en G. Nicoletti y S. Scarpetta (2006), «Regulation and Economic Performance: Product Market Reforms and Productivity in the OECD», en T. Eicher and C. García-Peñalosa (eds.), *Institutions, Development and Growth*, MIT Press, y A. Basanini, L. Nunziata y D. Venn (2009), «Job Protection Legislation and Productivity Growth in OECD Countries», *Economic Policy*, 24 (58), pp. 349-402.

Resulta prematuro efectuar una evaluación del impacto de estas medidas. La información disponible, todavía muy parcial, parece indicar un incremento de los contratos de fomento, que, sin embargo, habrían desplazado al resto de contratos indefinidos, mientras que el impacto sobre la temporalidad no es todavía apreciable. También se observa un mayor uso de los despidos objetivos, con menores costes de indemnización, y una mayor utilización por parte de las empresas de las posibilidades para reducir la jornada laboral, de forma temporal. Se necesitará algún tiempo para conocer con más precisión el nexo entre los cambios que se están observando y la eficacia de los pasos dados.

... debe avanzar con la introducción de cambios sustanciales en el sistema de negociación colectiva...

El comportamiento del empleo sigue siendo el rasgo más preocupante de la evolución de la economía, y el repunte salarial observado en los primeros meses del ejercicio indica que es preciso complementar las medidas ya tomadas con reformas de calado en el sistema de negociación colectiva y en relación con las políticas activas. El sistema de negociación en España otorga un papel preponderante a la inflación entre los determinantes de los

aumentos salariales y se realiza con un nivel de negociación intermedio que fomenta incrementos salariales muy uniformes y escasamente vinculados a las condiciones económicas específicas de las empresas. Impide, además, que los salarios relativos sirvan como mecanismo de asignación de los recursos hacia los sectores con mayor potencial de desarrollo.

Un diseño más adecuado de la negociación colectiva permitiría mejorar la capacidad de reasignación del empleo entre sectores, empresas o regiones, lo cual facilitaría una salida más rápida del desempleo del elevado colectivo de trabajadores en dicha situación. Una mejora en este terreno resulta imprescindible, además, para no poner en riesgo las ganancias de competitividad que se han ido produciendo durante la fase de ajuste y para sentar las bases para una recuperación sólida de la economía. El aumento en la capacidad adquisitiva que se produciría en último término como consecuencia de esta mejora en el entorno competitivo permitiría también sostener la demanda. En definitiva, el adecuado funcionamiento de los mecanismos de formación de salarios es una pieza clave de la capacidad de ajuste macroeconómico dentro de la UEM y del cambio estructural que necesita la economía, después de la grave perturbación sufrida.

... y complementarse con una reforma profunda de las políticas activas y pasivas de desempleo

Además, debe complementarse con una reforma profunda de las políticas activas y pasivas de desempleo, con el fin de que ayuden a evitar que el incremento del paro se convierta en estructural. En este sentido, deben replantearse los incentivos del sistema de prestaciones de forma que exista una relación de condicionalidad entre elegibilidad y búsqueda activa y que se complemente con unas políticas activas que se dirijan a mejorar la formación. Las reformas aprobadas en febrero de 2011 apuntan en esta última dirección, aunque, de nuevo, es pronto para evaluar sus efectos.

Por su parte, el aumento de la calidad del capital humano requiere mejoras sustanciales en el ámbito educativo...

Algunos de los problemas existentes en nuestro sistema educativo, como son las elevadas tasas de abandono escolar, pueden encontrarse asociados a la escasa dispersión salarial derivada de nuestro sistema de negociación colectiva, que no genera los incentivos adecuados para prolongar la vida educativa<sup>2</sup>. Sin embargo, la mejora del capital humano requiere también que se den pasos importantes en el ámbito del sistema educativo, incluida la formación a lo largo de la vida laboral.

Si el diseño del sistema educativo y de las instituciones laborales incentivara adecuadamente las decisiones de formación de empresas y trabajadores, facilitara la movilidad laboral entre empresas y sectores y aumentara su capacidad de ajuste ante las distintas perturbaciones que puede sufrir la economía, otorgando menor peso a las fluctuaciones del empleo a lo largo del ciclo económico, la economía española estaría en mejores condiciones para promover un cambio en el modelo productivo que ha prevalecido en el último ciclo económico.

... y han de proseguir los esfuerzos en la liberalización y desregulación de los mercados de bienes y servicios

En los últimos años se han hecho esfuerzos notables en la liberalización y desregulación de los mercados de bienes y servicios, pero existe margen para profundizar en algunas de las actuaciones ya emprendidas, así como para acometer nuevas reformas.

En el mercado de la vivienda, es necesario seguir fomentando el alquiler de vivienda frente a la adquisición en propiedad. Un mercado más equilibrado facilitará la provisión de servicios de vivienda en condiciones más favorables, contribuirá a absorber el exceso de capacidad del sector residencial y facilitará la movilidad laboral, lo que resulta esencial para dinamizar el

<sup>2</sup> Véase A. de la Fuente y J. F. Jimeno (2009), «The Private and Fiscal Returns to Schooling in the European Union», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, diciembre, pp. 1319-1360.

ajuste del mercado laboral entre regiones y sectores. Con este objetivo, se han de complementar las últimas iniciativas adoptadas —como fueron la mejora en la eficiencia judicial en los procesos arrendaticios o la eliminación de la deducción por compra para rentas superiores a 24.000 euros y su equiparación con la deducción por alquiler— con actuaciones que se dirijan a flexibilizar el plazo obligatorio de los contratos y el control de las rentas de alquiler.

Por otra parte, los avances más sustanciales en las reformas estructurales en los últimos años se han dirigido, entre otras áreas, a la liberalización del sector servicios y a la reducción de las cargas administrativas, con el desarrollo de la transposición de la Directiva de Servicios. Sin embargo, se han mantenido trabas al libre funcionamiento de ciertas actividades, como pueden ser las de comercio al por menor, donde las CCAA pueden seguir estableciendo una autorización administrativa «por razones de interés general», lo que pueden terminar interfiriendo en la asignación de recursos productivos y de formación de precios. Adicionalmente, la reforma de los servicios profesionales debería avanzar en el mismo sentido liberalizador, dada la importancia de este sector en nuestro país y las numerosas trabas existentes en comparación con las de otros países.

En relación con las industrias de red, en el sector de las telecomunicaciones persisten ciertos segmentos en que todavía se perciben algunas rigideces y un limitado avance en el grado de competencia, en concreto, en los más ligados a las nuevas tecnologías de la comunicación (banda ancha). En el terreno de la energía, el grado de competencia existente de facto es también escaso y debe existir una mayor adecuación de los precios finales a los costes con el fin de lograr por la vía de los incentivos una reducción de nuestra dependencia energética. En el mercado de distribución de carburantes se han de dar pasos adicionales para eliminar las barreras a la entrada y expansión de nuevos operadores, en línea con las recomendaciones de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC). En cuanto al transporte, existe margen para liberalizar el transporte por ferrocarril, en particular para mercancías.

Por último, en materia tecnológica, aunque el esfuerzo inversor por parte de las Administraciones Públicas se ha incrementado notablemente, los efectos de arrastre de la financiación pública sobre la inversión privada parecen ser bastante reducidos, por lo que en conjunto el desfase en la posición relativa de España en lo que se refiere a la producción tecnológica y científica apenas se ha corregido. En este sentido, sería deseable mejorar la gobernanza del sistema público de investigación y los mecanismos de gestión de los incentivos a la I+D+i.