

El futuro del sistema financiero

sistema financiero//crisis de deuda//ahorro familiar//obra social//NBA//
regulación laboral//Fuentes Quintana//ECTS//enseñanza conceptos
económicos básicos//Ibex-35//regiones mediterráneas//fiscalidad renta del
capital//diferenciales de tipos de interés//paradojas del lenguaje económico
y contable//retrato de economistas andaluces//crisis y sistemas financieros



INSTITUTO ECONOSPÉRIDES

eXtoikos

Revista digital para la difusión del conocimiento económico

Consejo de Redacción

José M. Domínguez Martínez (Director)
Sergio Corral Delgado (Secretario)
Rafael López del Paso (Secretario)
Francisco Ávila Romero
Germán Carrasco Castillo
Juan Ceyles Domínguez
Adolfo Pedrosa Cruzado

Secretaría administrativa

Estefanía González Muñoz

Diseño y maquetación

Marta Bravo Carmona
Juan Ceyles Domínguez
Rafael Muñoz Zayas

Edita y realiza

Instituto Econospérides para la Gestión del Conocimiento Económico

El Instituto Econospérides no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresados por los colaboradores de este número, ni avala los datos que estos, bajo su responsabilidad, aportan.

© Instituto Econospérides para la Gestión del Conocimiento Económico.

ISSN: 2173-2035

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

eXtoikos

Revista digital para la difusión del conocimiento económico
Sumario

<u>Presentación</u>	<u>Pág.</u>	<u>Gráfico seleccionado</u>	<u>Pág.</u>
Presentación del número <i>José M. Domínguez Martínez</i>	9	Evolución del Ibex-35 <i>Rafael Romero Moreno</i>	107
<u>Tema de debate: El futuro del sistema financiero</u>		<u>Radiografía económica</u>	
Reflexiones sobre el sistema financiero español del futuro <i>Fernando Pampillón Fernández</i>	15	Los niveles de renta en las regiones mediterráneas <i>Felisa Becerra Benítez</i>	111
Finanzas para una sociedad justa: la visión ecléctica de Robert J. Shiller <i>José M. Domínguez Martínez</i>	19	<u>Metodología económica aplicada</u>	
<u>Artículos</u>		La carga fiscal sobre las rentas del capital <i>Félix Domínguez Barrero</i>	117
La composición del ahorro de las familias <i>Esperanza Nieto Lobo</i>	25	<u>Razonamiento económico</u>	
La reforma del sistema financiero <i>Herminia Aznarte Moya y Juan José Torres Gutiérrez</i>	41	¿Por qué difiere el tipo de interés del BCE del tipo aplicable a los particulares? <i>Patricia Pérez González</i>	123
<u>Ensayos y notas</u>		<u>Curiosidades económicas</u>	
Promesas de papel: las raíces del mal. La crisis de la deuda según Philip Coggan <i>José M. Domínguez Martínez</i>	57	Ingresos y gastos financieros que son no financieros: paradojas del lenguaje económico y contable <i>José M. Domínguez Martínez</i>	127
La Obra Social de las Cajas de Ahorros y sus perspectivas de futuro <i>Manuel Titos Martínez</i>	67	<u>La economía vista por sus protagonistas</u>	
El modelo económico de la NBA <i>José Antonio Díaz Campos</i>	73	Crisis y problemas financieros <i>Celia Muñoz Zayas</i>	131
Delimitación del concepto laboral de situación económica negativa a efectos de la extinción del contrato de trabajo <i>Carmen de Vivero de Porras</i>	77	<u>Regulación</u>	
<u>Pensamiento económico</u>		Principales hitos normativos del tercer trimestre de 2012 <i>Mercedes Morera Villar</i>	143
La Economía Política de Enrique Fuentes Quintana <i>Manuel Martín Rodríguez</i>	85	<u>Reseña de libros</u>	
<u>Enseñanza de la Economía</u>		Retratos de economistas andaluces: vida, tiempo y pensamiento. Miguel González Moreno <i>Manuel Martín Rodríguez</i>	155
La estructura de un ECTS en la práctica <i>Beatriz Lacomba Arias, Eugenio J. Luque Domínguez y Beatriz Rodríguez Díaz</i>	93	<u>Selección de artículos publicados</u>	
La enseñanza de los conceptos económicos básicos en educación primaria: balance de una experiencia <i>97 Cristina Iáñez Bolívar</i>	97	Relación de artículos seleccionados, publicados en el tercer trimestre de 2012 <i>Instituto Econospérides</i>	159
<u>Coyuntura económica</u>		<u>Colaboradores en este número</u>	
Indicadores económicos básicos <i>Instituto Econospérides</i>	103	183	

PRESENTACIÓN

Presentación del número

José M. Domínguez Martínez

Presentación del número

José M. Domínguez Martínez

Con el presente número, el octavo desde su creación, la revista *eXtoikos* completa su segundo año de existencia. Alcanzar ese umbral para una publicación modesta y de recursos tan limitados y escasos como ésta constituye una referencia significativa, y en sí mismo representa un estímulo para tratar de seguir ocupando un minúsculo habitáculo dentro del impresionante mundo del conocimiento económico. Dar cuenta, de forma sucinta, del contenido del referido número es el objeto de estas líneas.

El futuro del sistema financiero ha sido seleccionado como tema de debate. De su tratamiento se encarga un prestigioso especialista en la materia como es el profesor Fernando Pampillón. El artículo pasa revista a los principales desajustes del sistema financiero, que han llevado a una crisis de enormes proporciones, de la que, según el autor, se desprenden seis lecciones fundamentales: el sobreendeudamiento de los agentes económicos, una inadecuada evaluación y gestión de los riesgos, una defectuosa regulación y supervisión de las entidades, el exceso de capacidad de las instituciones financieras sobrevivientes, la desaparición de las cajas de ahorros y los sistemas perversos de fijación de retribuciones e incentivos.

Con carácter complementario se recoge una colaboración en la que se da cuenta de las principales aportaciones del reputado economista Robert J. Shiller en su reciente obra «Las finanzas en una sociedad justa». En ella desarrolla un novedoso y enriquecedor análisis de la estructura de funcionamiento del sistema financiero y de sus deficiencias, además de plantear un repertorio de propuestas para mejorarlo con objeto de lograr una mayor democratización y potenciar su papel para el progreso económico y el bienestar social.

Dos son asimismo las colaboraciones incluidas en la sección de artículos, también relacionadas con el sistema financiero. En la primera de ellas



Esperanza Nieto analiza la composición del ahorro de las familias en España, y su evolución en los últimos años, prestando especial atención al impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros.

En la segunda, Herminia Aznarte y Juan J. Torres, abordan de forma sistemática el proceso de reforma del sistema financiero español de los últimos años. Señalan los autores que, aunque durante los dos primeros años de crisis el sistema financiero español y el propio modelo de supervisión fueron considerados como ideales por las autoridades nacionales, en los últimos tres años, conforme la crisis ha ido poniendo de manifiesto las profundas deficiencias del sistema bancario, ha sido preciso abordar una profunda reforma que ha modificado significativamente el entorno bancario. Las sucesivas reformas se concretan, hasta ahora, en siete reales decretos-leyes que, en muchos casos, modifican, con escaso margen de tiempo, las disposiciones anteriores.

Dentro del apartado de ensayos y notas son cuatro los trabajos que se incluyen. En el primero, quien suscribe estas líneas incide en la génesis de la crisis actual de la deuda en torno a la visión aportada por Philip Coggan, que en la obra «Paper promises» analiza los factores que han conducido a una enorme expansión de la deuda y del crédito a lo largo de los últimos cuarenta años. El desmantelamiento del sistema de Bretton Woods en el año 1971, que puso fin a la vinculación de la creación de dinero con las reservas de oro, sentó las bases para una nueva etapa del sistema monetario y financiero internacional, puesto en tela de juicio por la crisis. La tesis central es que, en esta última fase, el mundo ha tenido más éxito en la creación de derechos sobre la riqueza que en la creación de la propia riqueza.

A continuación, el profesor Manuel Titos, profundo conocedor de su trayectoria histórica, auténtica autoridad en la materia, analiza el papel de la obra social de las cajas de ahorros españolas, grandemente afectadas a raíz de la crisis financiera, y sus perspectivas de futuro. El artículo se inicia con una reflexión histórica en la que se repasan los orígenes sociales de las cajas de ahorros en España y se constata cómo dicha orientación se ha ido configurando jurídicamente, dando paso, desde los años ochenta del pasado siglo, a una preferencia de la dotación de los recursos propios frente a la obra social. El trabajo contiene una aportación sobre la cuantificación de la dotación para obra social desde 1947 y la inversión realizada por la misma.

Posteriormente, José A. Díaz realiza una incursión en el modelo económico de la liga profesional de baloncesto estadounidense, la NBA, explicando las principales fuentes de ingreso. Se lleva a cabo un análisis de cuál es el régimen en el que operan los equipos integrantes de la liga y de sus características particulares.

Por último, Carmen de Vivero estudia la delimitación del concepto de situación económica negativa en el nuevo marco de relaciones laborales vigente en España. En el trabajo se exponen y analizan sucintamente las últimas reformas que han afectado al despido por causa económica. Se delimita este concepto a la luz de las recientes reformas legales y se analiza su impacto en los ámbitos judicial y económico.

La sección de pensamiento económico está dedicada a la figura del profesor Fuentes Quintana, quien, a su larga y fecunda dedicación al estudio de la Hacienda Pública, unió su relevante contribución,

desde la esfera gubernamental, a la modernización del sistema financiero. De la plasmación de sus aportaciones al campo de la Economía Política se ocupa una verdadera autoridad en la historia del pensamiento económico en España, el profesor Manuel Martín. Tres son los rasgos característicos destacados por éste respecto al personaje analizado: sin historia de los hechos y de las ideas económicas, no existe Economía Política; la Economía es una ciencia moral, indispensable para el progreso humano; y el economista, como él mismo hizo, debe comprometerse con la sociedad en una tarea nada fácil, como es la de proponer reformas de viejas costumbres y exigir esfuerzos cuyos resultados sólo podrán verse a largo plazo. Firme defensor del modelo de competencia, admitió un papel relevante para un sector público eficiente. El conocimiento personal del autor de este artículo del profesor Fuentes Quintana, con quien colaboró estrechamente durante años, el exhaustivo conocimiento de su obra y su amplia y documentada visión del pensamiento económico hacen del mismo una aportación extraordinariamente significativa.

Ya dentro de la rúbrica dedicada a la enseñanza de la Economía, los profesores Beatriz Lacomba, Eugenio Luque y Beatriz Rodríguez nos ilustran acerca de un concepto tan relevante dentro de los esquemas docentes del Espacio Europeo de Educación Superior (EEES) como es el de Sistema Europeo de Transferencia de Créditos (European Credit Transfer System, ECTS). Uno de los principales objetivos del EEES es la adopción de un sistema común de acumulación y transferencia de créditos, así como de calificaciones en la Unión Europea. El nuevo contexto formativo exige la definición de nuevos modelos pedagógicos y estrategias metodológicas que permitan la total y correcta implantación del sistema ECTS, señalan los autores del artículo.

A su vez, la profesora Cristina Iáñez aborda la enseñanza de los conceptos económicos a los estudiantes de educación primaria. En su artículo da cuenta del balance de una iniciativa puesta en práctica en varios centros educativos andaluces, tendente a familiarizar a los estudiantes de los primeros cursos de educación primaria con los conceptos económicos básicos.

El siguiente epígrafe corresponde a la coyuntura económica; en él se recoge una síntesis de los indicadores económicos que permiten apreciar el rumbo de la actividad en distintos planos territoriales.



En la siguiente sección (gráfico seleccionado), Rafael Romero explica qué es el Ibex-35, cómo se calcula, y expone cuál ha sido su evolución histórica.

Por su parte, Felisa Becerra, dentro del apartado de radiografía económica, estudia los niveles de renta en las regiones mediterráneas. La información disponible permite comprobar cómo, en general, las regiones del sur de Europa cuentan con niveles de renta inferiores al promedio comunitario, y cómo estas diferencias no se han acortado significativamente en los últimos años.

A su vez, la sección de metodología económica aplicada está dedicada a la carga fiscal sobre las rentas del capital. De su exposición se ocupa uno de los investigadores españoles más destacados en el estudio de la planificación fiscal, concretamente el profesor Félix Domínguez. En el trabajo se analiza la incidencia de la fiscalidad en la elección entre diversos activos financieros, ofreciendo como particularidad la consideración de inversiones que se repiten a lo largo del período de duración de la inversión.

Más adelante, Patricia González, dentro de la rúbrica reservada al razonamiento económico, ofrece una explicación de las divergencias existentes entre el tipo de interés aplicado por el Banco Central Europeo (BCE) y el tipo de interés relevante para los prestatarios particulares. En los últimos años, se puede apreciar una diferencia cada vez mayor entre los tipos de interés del BCE y los tipos de interés de los particulares, que se deben, según ilustra la autora, a diversos factores que afectan tanto a la oferta como a la demanda de crédito, y que, con motivo de la crisis económica actual, se han visto acentuados.

La distinción entre operaciones financieras y no financieras, con la aparición de algunas conocidas paradojas, es el objeto de la sección de curiosidades económicas. Se llama la atención sobre las diferentes acepciones que el término «financiero» tiene desde las perspectivas económica y contable, que pueden originar algunas ambigüedades interpretativas en las comunicaciones fuera de los círculos especializados.

En el apartado siguiente, dedicado a la economía vista por sus protagonistas, Celia Muñoz recoge una muestra de opiniones de personas integrantes de diferentes colectivos en relación con la crisis económica y los problemas financieros actuales.

Como en anteriores ocasiones, Mercedes Morera es la encargada de reseñar los principales hitos legales con incidencia en la vertiente económica que han visto la luz en el tercer trimestre de 2012, período para el que asimismo se recoge una selección de artículos publicados en diferentes medios.

No puede terminarse este breve recorrido sin hacer mención expresa de la sección destinada a la reseña de libros, que acoge la realizada por el profesor Manuel Martín de la obra «Retratos de economistas andaluces: vida, tiempo y pensamiento», cuyo autor es el profesor Miguel González, y que se centra en las figuras de Tomás de Mercado, Martínez de Mata y Flores de Lemus. Autor y comentarista comparten una aquilatada vocación por el estudio de la historia del pensamiento económico —que les ha convertido, con el paso de los años, en destacados eruditos—, además de una acreditada capacidad para extraer las valiosas enseñanzas que se derivan del acervo acumulado por los grandes representantes del pensamiento económico. Personalmente, me cabe el honor de haber participado en la presentación pública de la obra, junto al autor y al profesor Braulio Medel, en un acto celebrado en Málaga el día 30 de mayo de 2012.

Por último, antes de poner término a esta presentación, no quiero dejar de expresar, en nombre del Instituto Econospérides, nuestro más sincero agradecimiento a todas aquellas personas que, de manera completamente desinteresada, han contribuido a que este nuevo número de *eXtoikos* pueda ser una realidad. También, cómo no, a cuantas han hecho posible poder completar el difícil tránsito de dos años de inmersión en el inconmensurable universo de Internet.

TEMA DE DEBATE: EL FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO

Reflexiones sobre el sistema financiero español del futuro

Fernando Pampillón Fernández

Finanzas para una sociedad justa: la visión ecléctica de Robert J. Shiller

José M. Domínguez Martínez

Reflexiones sobre el sistema financiero español del futuro

Fernando Pampillón Fernández

Resumen: El artículo pasa revista a los principales desajustes del sistema financiero que han llevado a una crisis de enormes proporciones y mostrado la incapacidad del sistema para resolverla. Seis son las lecciones fundamentales de esta crisis: El sobreendeudamiento de los agentes económicos; una inadecuada evaluación y gestión de los riesgos; una defectuosa regulación y supervisión de las entidades, el exceso de capacidad de las instituciones financieras sobrevivientes, la desaparición de las cajas de ahorros y los sistemas perversos de fijación de retribución e incentivos a los directivos de las entidades. El sistema financiero del futuro supondrá una vuelta a la actividad básica y estará más regulado. El sistema financiero español, en concreto, reducirá el número de entidades, aunque serán más grandes y con menos sucursales. La concentración aumentará en el sector, al igual que la liquidez y solvencia del sistema, y las pyme serán el prestatario principal de las entidades de depósito.

Palabras clave: Crisis; gestión de riesgos; exceso de capacidad; sobreendeudamiento; cajas de ahorros.

Códigos JEL: G20; G21.

1. Introducción

Si ya de por sí explicar y predecir el comportamiento de nuestro entorno, objetivo fundamental de la ciencia moderna, es una tarea compleja en todos los tiempos, la predicción, referida a temas económico-financieros en momentos como los actuales de crisis e incertidumbre, y en los que la solución de ellos parece demorarse más de lo previsto, añade aún mayores dificultades.

Sería, por tanto, un objetivo pretencioso de este breve artículo, y seguramente inalcanzable, pretender en esta situación determinar con precisión el futuro de nuestro sistema financiero. En cambio, parece más plausible perseguir una finalidad más modesta, ordenando y aportando algunas reflexiones básicas acerca de las líneas que puede seguir el sistema financiero español en el futuro, a la luz de la evolución que ha tenido en las últimas décadas y de las enseñanzas que puedan obtenerse de la presente crisis.

Esta introducción será seguida de un apartado dedicado a las lecciones de la crisis o enseñanzas para el sistema financiero que cabe extraer tras un largo período de crecimiento descontrolado, apoyado en una ideología ultraliberal que invadió el pensamiento económico en los años finales de

los noventa y primeros de este siglo, y defensora del funcionamiento de los mercados sin interferencias públicas. Con este bagaje, y a la luz de las líneas reformistas que se están marcando en otros países y organismos asesores internacionales para restaurar la estabilidad financiera, y evitar futuras situaciones recesivas, el siguiente epígrafe recoge algunas reflexiones acerca de la evolución que puede seguir el sistema financiero español en un horizonte de medio plazo. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

2. Lecciones de la crisis

Crisis es una palabra griega que significa cambio o transformación y además de las consecuencias negativas que conlleva, entre ellas, pérdida de rentas, aumento del paro y otras penalidades y sufrimientos para amplios sectores de la población, particularmente graves en esta intensa y duradera fase cíclica, puede buscarse como factor positivo que también supone un buen momento para tomar medidas correctoras de las debilidades mostradas hasta ahora por el sistema. De esta forma, la crisis aporta una visión retrospectiva de los defectos y carencias soportados por el sistema financiero y sirve de guía para la toma de medidas que permitan corregir y reforzar las debilidades detectadas.

Sin ánimo de exhaustividad, podemos recoger como principales enseñanzas de esta crisis, las siguientes:

— Elevado endeudamiento de los agentes económicos. Una larga etapa de abundante liquidez y financiación barata, en algunos momentos incluso inferior al Índice de Precios al Consumo (IPC), ha generado incentivos para hacer atractiva la inversión en ciertos activos reales, alimentando, así, un aumento explosivo de sus precios, un viejo fenómeno que aparece transitoriamente en la historia económica y se conoce popularmente como burbuja financiera. En el caso español han sido los activos inmobiliarios el objeto de esta especulación y los que han dado lugar a un sobreendeudamiento de las familias. Si a esto sumamos la elevada deuda contraída por las empresas financieras y no financieras, el resultado final es un nivel muy alto de apalancamiento de los agentes económicos españoles, a los que luego se une el sector público, y una gran incertidumbre sobre la situación patrimonial de aquellos, tanto por la necesidad de devolución de los préstamos recibidos como por los riesgos a que quedan sometidos en caso de aumento de los tipos de interés de la deuda.

— Inadecuada evaluación y gestión de los riesgos por parte de las entidades de crédito, incumpliendo así una de las funciones que caracteriza la actividad bancaria. Contagiados por la euforia irracional de la burbuja inmobiliaria, las entidades, y especialmente las cajas de ahorros, concentraron en torno al 60 por ciento de su crédito en el sector inmobiliario y, ante la imposibilidad de captar la financiación en el interior para atender la creciente demanda de los agentes nacionales, tuvieron que acudir masivamente a la financiación exterior, lo que supuso de una parte, una gran dependencia de esta fuente y, de otra, la captación de recursos de elevado coste frente a los más baratos depósitos tradicionales (Vives, 2011).

— Con la crisis, la falta de confianza se trasladó a los mercados financieros, que dejaron prácticamente de operar, y al llegar el vencimiento de los préstamos, muchas entidades de crédito tuvieron que enfrentarse a problemas de falta de liquidez, algo que con anterioridad prácticamente no se consideraba como un riesgo significativo, y que han impactado, junto con otras razones, en una considerable reducción del crédito a empresas y familias.

— Exceso de capacidad de la industria bancaria al reducirse drásticamente la actividad inmobiliaria con la crisis y, como consecuencia, la del crédito



dirigido a esa actividad, sin que otros sectores tomaran el relevo y compensaran esa caída.

— Problemas de las cajas de ahorros. En los treinta años transcurridos desde que se liberaliza su actividad, las cajas de ahorros han ganado cuota de mercado a los bancos –situándose como grupo por encima del 40 por ciento de los activos del sistema bancario, y superando a sus principales competidores en créditos y depósitos al sector privado residente–. Y lo han hecho manteniendo elevadas rentabilidades y aportando fondos cuantiosos a la obra social. La crisis ha hecho aflorar en muchas de ellas problemas de gestión, gobernanza y dificultad de obtener recursos propios, entre otros, llevando a muchas cajas a una situación límite.

— Defectuosa regulación y supervisión de las entidades de crédito, con procedimientos inadecuados que no han servido para corregir y resolver, de manera inmediata y adecuada, los problemas de solvencia surgidos en el sector.

— Sistemas perversos de retribución e incentivos a los directivos ligados, en muchos casos, a crecimiento de negocio o del volumen de crédito, que han dado lugar a manipulaciones de ingresos en la gestión bancaria, fraudes contables o uso de información privilegiada por parte de los directivos con el fin de obtener beneficios para sí mismos en los mercados de capitales.

3. El sistema financiero de los próximos años

Existe una amplia coincidencia en que los sistemas financieros de nuestro entorno deben recuperar los principios básicos en los que se han desarrollado y caminar hacia una actividad que analice más profundamente los riesgos, se halle más regulada y supervisada, y en la que las tensiones competitivas excesivas, dadas las peculiarida-



des de algunas entidades, no pongan en riesgo la estabilidad financiera, todo ello con el fin de evitar impactos sistémicos graves y nuevas situaciones de crisis financiera.

En el caso concreto de nuestro país, las lecciones de la crisis, anteriormente señaladas, permiten establecer una guía para examinar las medidas que se están tomando o deben tomarse para el diseño de un nuevo sistema financiero (Autores varios, 2011).

En primer lugar, es necesario reducir el excesivo endeudamiento de los agentes económicos y llevarlo a niveles sostenibles que hagan remitir la incertidumbre ante cambios en las variables macroeconómicas. En estos momentos, esta tarea no resulta sencilla y va a requerir un periodo de tiempo prolongado hasta que se logre revertir la situación actual de elevado paro y caída de la renta familiar disponible. En tanto esto no se logre, más lenta será la restauración de la estabilidad financiera y la recuperación del crédito.

En segundo término, las nuevas regulaciones están poniendo, y lo seguirán haciendo en el futuro, un especial énfasis en el control y la gestión de los riesgos por parte de las entidades de crédito, a las que se les exigirá más capital, de mejor calidad y con un mayor grado de estabilidad. Esto supone que en el futuro podrán facilitar menos crédito con el mismo capital, reduciéndose sus niveles de apalancamiento, ya que la financiación que faciliten a partir de ahora contará con un mayor porcentaje de recursos propios que antes. La consecuencia es que los niveles de riesgos serán más bajos en el futuro y, por tanto, la rentabilidad menor.

Esto llevará a impulsar actividades que generen economías de escala, es decir, que permitan reducir costes a medida que aumenta el volumen de operaciones y, en este sentido, las nuevas formas de hacer banca, entre ellas la electrónica, tendrán un papel protagonista.

La regulación contempla, asimismo, medidas dirigidas a mantener niveles adecuados de liquidez, lo que, a su vez, implica, que, tal como se define la ratio de cobertura de esta, será más atractiva para las entidades, de una parte, comprar bonos que conceder créditos y, de otra, captar depósitos procedentes de minoristas que fondos de mayoristas.

En tercer lugar, y como consecuencia del exceso de capacidad, se reducirá el número de entidades operativas, aumentando en cambio su dimensión y la concentración del mercado. El crédito, dirigido hasta ahora masivamente hacia la actividad inmobiliaria, sufrirá una considerable reducción y se trasladará a la financiación empresarial, especialmente a las pyme, por la dificultad que estas tienen de acudir a los mercados de capitales y la renuencia de estos a financiar actividades más innovadoras y arriesgadas, para las que los bancos, en cambio, están mejor preparados, dada la información de que disponen en el mercado, el conocimiento de sus clientes y su extensa red de sucursales, que, no obstante, se irá reduciendo de manera apreciable.

Tras 175 años de existencia en España, y salvo algún caso puntual y poco relevante, las cajas de ahorros desaparecen de la escena financiera y se quedarán jugando un papel de accionistas minoritarios de los bancos que han constituido, reali-

zando obras sociales con los dividendos que perciban de estos. En comparación con las cantidades dedicadas antes de la crisis a estas actividades, la sociedad española sufrirá una considerable reducción, que no parece pueda ser compensada a medio plazo por la actuación del sector público, ante el proceso de consolidación fiscal que este tiene que acometer.

En cualquier caso, y tal como ya se ha observado en otros países, la desaparición de las cajas de ahorros y su transformación en entidades bancarias lucrativas tendrá consecuencias negativas en la inclusión financiera de segmentos desfavorecidos de la población, dejando además un vacío en una forma de hacer banca que deberá ser cubierta por otro tipo de entidades.

A la luz de lo sucedido en la crisis actual y las reacciones que se están produciendo, parece bastante probable que asistamos a un período de mayores exigencias regulatorias y de un control más estrecho de las entidades financieras por parte de las autoridades supervisoras, en cuya actividad las organizaciones de la Eurozona jugarán un papel protagonista.

También en este apartado de los cambios regulatorios se están sometiendo a revisión los sistemas de remuneración e incentivos a los directivos bancarios y establecidos ya unos principios orientadores del gobierno corporativo bancario responsable y ético.

4. Conclusión

La crisis ha puesto en cuestión muchos de los modelos de gestión bancaria y financiera utilizados en el pasado al no haber podido mantener la estabilidad del sistema y, en consecuencia, serán sometidos a revisión.

El sistema financiero debe regresar a una actividad más básica y regulada, y menos sofisticada,

posiblemente con una clara separación de las operaciones comerciales y de inversión.

De cara al futuro, nuestro sistema financiero se caracterizará por contar con un menor número de entidades, aunque mayor tamaño, lo que conllevará un aumento de la concentración en el sector y el riesgo de incrementar el poder de mercado. Es de esperar, asimismo, una racionalización de la red de sucursales que supondrá una reducción apreciable de su número. Los niveles de liquidez y solvencia serán más elevados, lo que unido a una menor exposición a los riesgos y una reducción del apalancamiento, determinarán una pérdida de rentabilidad cuyo aumento vendrá de la mano de ganancias en eficiencia.

Las entidades bancarias dirigirán su actividad a la financiación empresarial, especialmente a las pymes, debido a la renuencia de los mercados de capitales a entrar en este segmento y al conocimiento que los bancos tienen de ellas.

Finalmente, la desaparición de las cajas de ahorros dejará un vacío en una forma peculiar de hacer banca, basada en una filosofía de estrecha relación con el área geográfica y la clientela, y con un decidido objetivo de realización de obras en el entorno social en el que operan y que, tal como se ha visto en otros países en que han desaparecido, necesita ser cubierto por otras instituciones de naturaleza similar.

Referencias bibliográficas

AUTORES VARIOS (2011): «El futuro del sector bancario», Papeles de Economía Española n.º 130, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid.

VIVES, X. (2011): «La industria financiera española en el inicio del siglo XXI: situación y retos de futuro», en Malo, J. L. y Martín-Aceña, P. (editores): Un siglo de historia del sistema financiero español, Banco de España, Alianza Editorial, Madrid.

Finanzas para una sociedad justa: la visión ecléctica de Robert J. Shiller

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En esta nota se ofrece una síntesis de la visión acerca del sistema financiero del profesor Robert J. Shiller, quien, en la obra «Las finanzas en una sociedad justa», desarrolla un novedoso y enriquecedor análisis de la estructura de funcionamiento del sistema financiero y de sus deficiencias, además de plantear un repertorio de propuestas para mejorarlo con objeto de lograr una mayor democratización y potenciar su papel para el progreso económico y el bienestar social.

Palabras clave: «Las finanzas en una sociedad justa»; Robert J. Shiller; sistema financiero.

Códigos JEL: G10; G20.

1. Una visión ecléctica sobre el sistema financiero: luces y sombras

Simplemente la portada del libro sirve ya para delatar que estamos ante una obra aparentemente escrita a contracorriente. Ya el hecho de plantear en el título («Las finanzas en una sociedad justa») un papel para las finanzas en una sociedad justa se antoja casi como un desafío en los tiempos que corren; la exhortación contenida en el subtítulo («*Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo*»), instando a cesar en las acusaciones contra el sistema financiero para pasar a su recuperación, es otro rasgo que impele a catalogarla como una *rara avis* en el mercado editorial, que cabe presumir no hubiese sido tan receptivo de no tratarse su autor de una figura tan prestigiosa como el catedrático de la Universidad de Yale¹.

Se confundiría, sin embargo, quien creyese que nos encontramos ante una visión edulcorada del sistema financiero y exculpatoria de sus responsabilidades en la generación de la descomunal crisis iniciada en el año 2007. El autor no escatima críticas, entiende las posiciones de indignación popular, pero de principio a fin se mantiene firme en la tesis de que es absolutamente necesario recuperar el sistema financiero para el progreso económico y el bienestar social, introduciendo una conjunto de medidas para su democratización y humanización.

¹ La versión castellana ha sido publicada por Editorial Planeta, Barcelona, 2012.



2. Una defensa del sistema financiero y del capitalismo financiero

De igual modo, no oculta su encendida defensa del capitalismo financiero como sistema, al que atribuye un gran protagonismo en el avance económico y social, en claro contraste con las penurias causadas por las frustradas experiencias de los regímenes totalitarios.

Shiller propone extender, democratizar y humanizar el sistema financiero, lo que significa «*dar a las personas la capacidad de participar de igual a igual en el sistema financiero, con pleno acceso a la información y con los recursos, tanto humanos como electrónicos, para hacer un uso activo e inteligente de sus oportunidades*». Opina que la crisis financiera no se debió simplemente a la avaricia o a la falta de honestidad, sino a defectos estructurales de las instituciones financieras.

En una de sus múltiples alusiones a los planteamientos marxistas, Shiller cuestiona el hecho de que Marx no llegara a explicar por qué los trabajadores no tienen acceso al capital, atributo que el filósofo alemán asignó al sistema capitalista de forma destacada. El sistema financiero, a lo largo de la historia, ha propiciado vías en tal sentido y, con ello, ha abierto oportunidades financieras a todo el mundo, según el profesor estadounidense, que eleva la necesidad del sistema financiero a su máxima expresión: *«las instituciones financieras y las variables financieras son tanto una fuente de dirección y un principio de orden en nuestras vidas como el amanecer y la puesta del sol, las estaciones y las mareas»*. En cualquier caso, el carácter instrumental de las finanzas no pasa desapercibido: su existencia está justificada para dar apoyo a los fines de la sociedad; constituyen un medio imprescindible para que puedan materializarse proyectos y alcanzarse objetivos.

Las crisis financieras, el lado sombrío que hace acto de presencia en repetidas ocasiones, pueden inducir a algunas personas a descartar por completo el concepto de capitalismo financiero, pero, subraya Shiller, *«hacerlo sería una insensatez, puesto que el precio que habría que pagar es la pérdida de la capacidad de cumplir algunos de nuestros objetivos más deseados»*.

3. Los actores del sistema financiero: el reparto de roles

Dedica Shiller una gran parte de su obra a un pormenorizado repaso de las funciones desempeñadas por el extenso elenco de profesionales de las finanzas, que van de los consejeros delegados a los reguladores, de los banqueros a los contables y auditores, de los operadores de bolsa a los educadores, y así hasta un total de dieciocho colectivos. Sobre cada uno de ellos proyecta su experimentada capacidad analítica en la que la perspectiva económica se refuerza con aportaciones e investigaciones de otras disciplinas, en particular de las relacionadas con el estudio del comportamiento humano y la neurociencia.

Necesitamos del córtex prefrontal de un individuo –sostiene Shiller– para que coordine las actividades de los numerosos grupos de personas que intervienen en la actividad de una corporación, financiera o no financiera. Sobre la base de ese decisivo papel, considera que las elevadas remuneraciones de los consejeros delegados, a veces, son fácilmente comprensibles, pero ha existido una burbuja en los sueldos de los ejecutivos que reflejaban las burbujas inmobiliaria y bursátil,

como también en los de los asesores financieros. La utilización de indicadores de gestión, como la ratio Sharpe, es objeto de críticas. La existencia de riesgos importantes no necesariamente se ve reflejada en la trayectoria de una cartera de valores, pero el hecho de que no haya hecho acto de presencia hasta un momento dado no significa en modo alguno que no pueda hacerlo. A estas alturas, ya nadie duda de que los *«cisnes negros»* existen en los mercados financieros y pueden aparecer, para devorarlo todo, cuando menos se espera.

En línea con la visión tradicional, se atribuye a los banqueros un papel de guía o dirección de la comunidad entera. La transformación de vencimientos que se lleva a cabo a través de la actividad de intermediación financiera se concibe como una especie de milagro, que posibilita la coexistencia de depósitos con liquidez y créditos a largo plazo. Enfatiza Shiller que la grave crisis financiera comenzada en 2007 no se ha debido a algún fallo en el modelo de negocio tradicional de los bancos, sino, más bien, a ciertos tipos de nuevos modelos de negocio. Aplauda los intentos de democratización de la banca a través de formas institucionales que evitan la exclusión financiera de los colectivos más desfavorecidos.

La constitución de una hipoteca es el momento más delicado en la cadena de un préstamo hipotecario. Según Shiller, la crisis financiera de 2007 puede atribuirse en parte a los abusos en el proceso de apertura de hipotecas, que fueron concedidas a individuos que no podían permitirse endeudarse o hacerlo a determinados tipos de interés, lo que podría dar pie a su consideración como *«deuda odiosa»*. Una combinación de factores explica el fracaso del sistema. Entre estos debe hacerse mención especial a la creencia casi universal de que los precios de la vivienda no caerían nunca y al hecho de que los reguladores actuasen bajo la suposición de que las agencias de calificación crediticia eran infalibles.

Por otro lado, utilizando un paralelismo con los efectos de la dopamina en la actividad cerebral, en presencia de gratificaciones, se concluye que el mercado reacciona cuando aparece la información sobre la gratificación futura, no cuando el pago se hace efectivo. La crisis financiera no fue provocada principalmente por un estallido espontáneo de baja moral, sino, más bien, por la incapacidad de detectar y gestionar los riesgos. La asignación de ponderaciones de riesgo nulas en los casos de deuda pública es señalada como uno de los grandes fallos de la regulación de los requerimientos

de capital. Tampoco las familias y empresas llegaron a ser conscientes del peligro de acumular excesivos niveles de endeudamiento.

En el profuso examen de los protagonistas del sistema financiero, el autor de la obra reseñada califica a los abogados como los auténticos ingenieros que construyen los instrumentos financieros, y llega a defender la concesión de subsidios gubernamentales al asesoramiento financiero y legal, dadas las externalidades positivas proporcionadas por el mismo. Los «lobbies» financieros reciben también una valoración positiva, a partir del argumento de que sólo la comunidad financiera tiene la experiencia suficiente para entender los mercados financieros y la capacidad de evaluar las políticas que lo regulan. No obstante, propugna fomentar las actividades de presión en beneficio de los grupos más desfavorecidos.

No falta tampoco un reconocimiento hacia los contables y auditores, considerados necesarios para mantener el orden y la coherencia. La función contable debe excluirse de la responsabilidad del consejero delegado, a fin de evitar la tendencia a la manipulación y la autocomplacencia. Curiosamente, son los educadores quienes reciben una de las mayores dosis de crítica, al atribuirles un papel muy importante en la crisis financiera. El excesivo énfasis transmitido a favor de la teoría de los mercados eficientes ayudó a contribuir, según Shiller, a la formación de las burbujas especulativas: «*Muchos profesores parecían inculcar la visión extrema de que los mercados son perfectamente eficientes*».

En relación con la estabilización económica por parte de las autoridades públicas, aboga por la dedicación de personas que utilicen su criterio intuitivo, además de modelos formales. Después de esta significativa cura de humildad para quienes conciben la economía como una ciencia dura, el profesor de la Universidad de Yale se dedica a repartir un repertorio de acusaciones, en absoluto veladas, contra los organismos internacionales que fueron incapaces de prever la aparición de las burbujas.

4. Propuestas para la mejora del sistema financiero

El autor no se limita a hacer un recorrido por el complejo entramado de los mercados financieros, sino que plantea novedosas propuestas para mejorar su funcionamiento. Así, por ejemplo, defiende la hipoteca de desarrollo continuo, en la que se especificarían ajustes en sus condiciones en el caso de una contracción económica o de una disminución del precio de la vivienda. Asimismo, propone



la emisión de títulos de deuda pública ligados a la evolución del PIB, lo que equivaldría a la comercialización de participaciones en la economía nacional. Su comprometida posición favorable a aliviar la situación de las personas más desfavorecidas va de la mano de una crítica demoledora, comenzando por la propia Declaración Universal de los Derechos Humanos, a las declaraciones bien intencionadas sobre el otorgamiento de derechos pero que descuidan completamente la forma de financiar su cobertura efectiva: «*quién las paga (las actividades) y cuál debe ser la situación económica de aquellos que pagan. La declaración no incorpora ninguna flexibilidad ni compromiso. Los derechos que tienen las personas, en cambio, se deberían describir en términos que hagan referencia al bienestar de todas las personas*».

Shiller hace uso de la noción de «*espíritus animales*», objeto de análisis en una de sus obras más conocidas: «*las fluctuaciones de instinto animal que se comparten entre un número amplio de personas son... fenómenos sociales, el resultado de un contagio social epidémico, que hace que estas fluctuaciones sean muy difíciles de comprender y predecir*». En este contexto, considera que el *crash* bursátil de 1929 en Estados Unidos no estaba justificado por la depresión que siguió. De otro lado, la institución de la responsabilidad limitada, que permite invertir en negocios arriesgados con pérdidas máximas tasadas, está especialmente diseñada para que la gente dé rienda suelta a su espíritu animal.

5. La herencia de las burbujas financieras y no financieras

Más adelante lleva a cabo una disección de las burbujas especulativas en los mercados financieros, que se ven alimentadas por un conjunto de errores cerebrales. Pero tales procesos no quedan restringidos al ámbito financiero, sino que pueden identificarse episodios históricos de enorme tras-

endencia que responden a las pautas típicas de las burbujas. En concreto Shiller trae a colación algunos errores de la planificación central comunista, como el plan de colectivización realizado en la Unión Soviética en 1929 y el «*Gran Salto Adelante*» de China entre 1958 y 1961, basado en la colectivización agrícola y en una promoción agresiva de la industria metalúrgica. Decenas de millones de muertos fue el calamitoso resultado de tales experimentos. «*Por suerte, ninguna burbuja especuladora de ningún país financiero avanzado ha tenido nunca las desastrosas consecuencias de la colectivización soviética o del Gran Salto Adelante chino. La presencia de mercados libres, analistas, balances e informes de pérdidas e ingresos limita al menos la magnitud de estos desastres*», reflexiona Shiller. Incluso la Primera Guerra Mundial tuvo, en su origen, un bucle destructivo de reacciones.

6. Medidas para la atenuación de la desigualdad económica

La desigualdad económica dentro de la sociedad es una preocupación manifestada por Shiller. Para contrarrestarla, se muestra partidario de recurrir a figuras impositivas progresivas, e incluso formula la propuesta de un sistema impositivo ajustable a la desigualdad, en el sentido de que los tipos de gravamen del impuesto sobre la renta pudiesen ajustarse automáticamente al alza en caso de que se registrara un avance de la desigualdad. Complementariamente, haciendo gala de un patente pragmatismo, no duda en plantear distintos fórmulas de incentivación a la filantropía, incluso canalizándolas a destinatarios concretos, de modo que personas en situación de necesidad puedan ser receptoras de donaciones. Igualmente pone sobre el tapete la propuesta de una participación corporativa sin afán de lucro, cuyas acciones generarían el derecho a un tratamiento fiscal especial.

Las políticas aplicadas en el pasado para extender la propiedad de fincas agrícolas, viviendas y

empresas son, según Shiller, parte de la explicación de que en la sociedad actual tengamos una sensación de igualdad y participación. El sistema financiero ha jugado un papel crucial en ese proceso. A fin de evitar la concentración de poder económico en el futuro, juzga imprescindible dispersar aún más la propiedad del capital. Pero alerta del peligro implícito en «*la idea de que la gente buscará la riqueza implacablemente en los negocios, puesto que esta también indica desconfianza, lo que a su vez disminuye las posibilidades de negocio constructivo*».

7. Las oportunidades financieras como alternativa a la agresión

Lejos de los peligros que a menudo se le imputan, Shiller sostiene que la interconexión financiera puede ayudar a evitar la guerra por razones más profundas que las asociadas con el riesgo percibido en los movimientos de capital. Acaba la obra con una reivindicación inequívoca del papel del sistema financiero: «*La clave para alcanzar nuestros objetivos y potenciar los valores humanos se encuentra en mantener y mejorar continuamente un sistema financiero democrático que tenga en cuenta la diversidad de motivos e impulsos humanos. Necesitamos un sistema que permita a las personas hacer tratos complejos e incentivadores para lograr sus metas, y que proporcione una salida para nuestros instintos de agresividad y ansia de poder*».

Sin duda alguna, la lectura de la obra de Robert J. Shiller, extraordinaria por su inducción a una reflexión sosegada del sistema financiero, es un primer paso necesario hacia esa loable meta de su democratización; un viaje altamente recomendable, aunque no haya que dejar de advertir al lector hispano que también los textos pueden estar jalonados de algunos riesgos, en este caso el de poder quedar, en algunos pasajes, «*lost in translation*».

ARTÍCULOS

La composición del ahorro de las familias

Esperanza Nieto Lobo

La reforma del sistema financiero

Herminia Aznarte Moya y Juan José Torres Gutiérrez

La composición del ahorro de las familias

Esperanza Nieto Lobo

Resumen: El objeto del artículo es analizar la composición del ahorro de las familias en España y su evolución en los últimos años, prestando especial atención al impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles. Para ello se atiende a la evolución anual de los flujos y de los saldos de los distintos instrumentos y se contextualiza con los principales indicadores de la actividad económica y con la trayectoria de los tipos de interés de los activos financieros.

Palabras clave: Tasa de ahorro; ahorro financiero de los hogares; activos y pasivos financieros.

Códigos JEL: E21; E44; E50.

1. Introducción

La teoría económica ha mostrado un especial interés por el ahorro y, más concretamente, por la determinación del consumo y del ahorro. La principal razón de esta motivación por conocer más sobre el tema se debe a la importancia del ahorro para la acumulación de la riqueza, dada su estrecha vinculación a la inversión y, por tanto, a la capacidad productiva y al crecimiento económico a largo plazo.

En este contexto general de relevancia del ahorro como magnitud económica, el ahorro de los hogares desempeña un papel muy destacado, dado que las familias constituyen un sector institucional muy relevante y han tenido, tradicionalmente, una aportación financiera neta (positiva) a otros sectores. Pero las operaciones financieras (flujos y balances) de las familias no han permanecido constantes a lo largo del tiempo. De hecho, a lo largo de los últimos años, diversos factores han influido en la evolución de las decisiones de inversión financiera de los hogares españoles (entendida como adquisición de activos) y, por tanto, en su posición ahorradora. Entre estos aspectos podría citarse el aumento de la renta y de la riqueza, los

cambios en la regulación, la introducción del euro, las privatizaciones y las salidas a bolsa, las reformas de la fiscalidad de los distintos instrumentos, así como el intenso proceso de innovación financiera. De forma conjunta, estos acontecimientos y circunstancias habrían contribuido a ampliar las posibilidades de inversión de los agentes, al tiempo que han propiciado una mayor integración y competencia en los mercados y, también, habrán motivado modificaciones en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos (Maza y Sanchís, 2003, y García-Vaquero y Hernández de Cos, 2003).

También, la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 ha trastocado de forma notable el comportamiento de los agentes económicos, en general, y por supuesto, de las familias. Así, la valoración del riesgo por parte de estas se ha visto alterada, mientras la crisis ha perturbado el *normal* funcionamiento de los mercados financieros, afectando a la política de comercialización de las entidades de crédito, al atractivo relativo para los inversores de los distintos instrumentos y a sus precios. En definitiva, como consecuencia de estos factores se ha apreciado una recomposición significativa de la cartera de las familias (García-Vaquero, 2010).

Este artículo analiza la evolución del ahorro financiero de las familias españolas en la última década desde una perspectiva global, pero deteniéndose en observar el impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles y sobre su posición deudora. Con este fin se describen con más detalle, la trayectoria en los últimos años de los flujos y de los saldos (balances) de los distintos instrumentos. Previamente se recuerdan, brevemente, los principales procesos que explican la formación del ahorro por parte de los hogares, y su relación con otras magnitudes macroeconómicas. Para ello se hace un breve repaso por el contexto socioeconómico, a fin de caracterizar el escenario en el que las familias toman sus decisiones. Por último, con base en los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España, se puede aproximar cuál es la riqueza neta de las familias españolas, así como la composición de los activos reales y financieros.

2. Teorías explicativas del ahorro familiar

Los primeros economistas («clásicos») que elaboraron un modelo de funcionamiento de la economía en su conjunto consideraron el ahorro, básicamente, como una variable macroeconómica dependiente del tipo de interés, de manera que las diferencias entre el tipo de interés natural (de equilibrio a largo plazo) y el tipo de interés de mercado (de corto plazo) explicaban la evolución del ahorro desde una perspectiva nacional. De esta forma, cuando los tipos de interés suben, el volumen de ahorro se incrementa, y viceversa, por lo que los desajustes entre los tipos a corto y largo plazo condicionan la evolución del ahorro. Por otra parte, bajo la visión de Keynes y de los economistas vinculados a los modelos keynesianos, se plantea una dependencia decisiva del ahorro respecto de la renta disponible. Desde una perspectiva integradora, la teoría económica más actual considera determinantes fundamentales del ahorro, no solo a la renta disponible, sino que también atribuye un papel destacado a los tipos de interés, la riqueza financiera y no financiera, y las expectativas de los agentes económicos, así como a las preferencias.

Sin duda, esta evolución teórica se ve respaldada, en la realidad, haciendo que las variables o factores determinantes del ahorro sean numerosos y complejos, sin que exista una explicación sencilla al comportamiento del mismo. En este apartado se ha considerado oportuno repasar brevemente las principales aportaciones teóricas en relación a uno de los sectores institucionales esenciales para

el estudio del ahorro privado, como es el de las familias, que ha ocupado un lugar destacado entre las preocupaciones de la ciencia económica. De este modo, se pueden señalar ocho hipótesis explicativas de la decisión de ahorrar de los hogares, y si bien ninguna parece suficiente para explicar completamente la evolución del ahorro, nos ayudan a comprender las distintas motivaciones socioeconómicas que pueden estar detrás del ahorro familiar.

2.1. La hipótesis de la renta permanente y del ciclo vital.

Esta explicación sobre las decisiones de consumo y ahorro se basa en los conceptos de renta permanente y vitalicia. En trabajos independientes, Friedman y Modigliani apuntaron que los consumidores que sufren descensos en su renta se resisten a abandonar los niveles anteriores de consumo, mientras que aquellos cuya renta mejora consumen en general menos en términos relativos que las economías familiares que habían conseguido ese mismo nivel de renta. La hipótesis de la renta permanente de Friedman apunta que el consumo de las economías familiares es proporcional a su renta permanente, es decir, a la renta media que esperan percibir durante su horizonte de planificación. La hipótesis de la renta permanente destaca que el ahorro permite a las familias la nivelación del consumo entre fases alcistas y bajistas de su ciclo vital. Otras investigaciones indican que las expectativas optimistas de renta futura estimulan el consumo corriente, mientras que las pesimistas causan el efecto contrario.

Por su parte, la hipótesis de la renta vitalicia o hipótesis del ciclo vital (Modigliani) considera que el horizonte de planificación del consumidor individual es toda su vida. El nivel de consumo de un individuo o familia no depende solamente de la renta del período en curso —la renta corriente—, sino también de las rentas esperadas en el futuro, de la riqueza heredada o acumulada hasta el presente, de la edad, de los tipos de interés esperados, la estructura temporal de las rentas o las preferencias de los consumidores. Se supone que los individuos intentan distribuir sus recursos vitalicios a lo largo de toda su vida. Así, intentan acumular durante sus años activos un volumen de ahorro que les permita mantener el mismo nivel de consumo durante los años de jubilación. En los primeros años de su vida activa, los consumidores recurrirán al endeudamiento y en los últimos al desahorro. En el período intermedio, cuando la renta corriente es más alta, el individuo o la fami-

lia tenderán a ahorrar una mayor proporción de la renta para poder mantener el nivel de consumo tras la jubilación.

2.2. La hipótesis de la renta relativa.

La utilidad del consumidor depende no de las cantidades absolutas consumidas, sino de la relación entre esas cantidades y el consumo de otras personas con las que el consumidor pretende competir socialmente o cuya presión le obliga a comportarse de una determinada forma. Los líderes del consumo, situados en las zonas más elevadas de la distribución de la renta, pueden permitirse elevadas propensiones al ahorro, mientras que sus «seguidores» responden a las presiones sociales con elevadas propensiones al consumo. Un aumento general de la renta absoluta, si permanece invariable la distribución relativa de la renta, no alteraría la proporción de renta consumida y/o ahorrada. Pero, el avance hacia la igualación de las desigualdades de renta tendería a incrementar el coeficiente de ahorro.

2.3. Las restricciones de liquidez.

Se entiende que existe una restricción de liquidez cuando el consumidor espera percibir una renta más alta en el futuro y no puede pedir un préstamo para mantener el consumo actual (Dornbush y Fischer, 1994). Estas restricciones impiden que, según la teoría del ciclo vital, los individuos consuman en función de la renta que obtendrán a lo largo de toda su vida, y ligan el consumo a la renta obtenida cada año. Esto explica la excesiva sensibilidad del consumo a la renta, y afecta especialmente a las economías domésticas de renta baja. En un contexto de restricciones financieras, el consumo se resentiría, por lo que *ceteris paribus*, incidiría en el ahorro. Pero, dependiendo también de la distribución de la renta y de la prolongación en el tiempo de las restricciones, el nivel de ahorro también se podría ver afectado negativamente.

2.4. La influencia de la fiscalidad.

Según las hipótesis de Barro y Ricardo, las variaciones de los impuestos (ahorro público) son contrarrestadas exactamente por una variación contraria del ahorro privado. El modelo de equivalencia ricardiana postula que las variaciones de los impuestos no deberían influir en el consumo, ya que estas oscilaciones en los impuestos no afectan a la renta permanente. Cuando se reducen hoy los impuestos, las economías domésticas ahorrarían la reducción, por lo que pueden pagar unos

impuestos más altos mañana. Sin embargo, la evidencia empírica¹ sugiere que las variaciones de los impuestos sí afectan al consumo y al ahorro, probablemente debido a las restricciones de liquidez. En general, hoy existe un amplio consenso en admitir que las reducciones de impuestos aumentarían el consumo.

Asimismo, existen razones por las que un incremento de la presión fiscal puede contribuir a la caída de la tasa de ahorro familiar en el caso de España. En primer lugar, el impuesto sobre la renta ha tenido tradicionalmente una elevada progresividad sobre perceptores de rentas del trabajo relativamente altas y con capacidad para ahorrar (Raymond, 1990), por lo que el impuesto tiende a deprimir el ahorro. En segundo lugar, cabría destacar la desaparición de incentivos al ahorro. Durante bastante tiempo, el régimen fiscal y la inflación pueden hacer que la rentabilidad real del ahorro sea muy baja, lo que incidiría en una tendencia al crecimiento de la tasa de endeudamiento de las familias, con la consiguiente caída de los niveles de ahorro.

Al margen de la imposición directa, la tasa de desempleo, las prestaciones sociales y las cotizaciones sociales, por diferentes razones, pueden haber influido en la caída de la tasa de ahorro de las familias. En el caso de la población desempleada podría darse la existencia de restricciones de liquidez, lo que indica que para un desempleado es difícil endeudarse para mantener su nivel de consumo, aunque esté convencido de amortizar su deuda con ingresos futuros. Por ello, una vez se ha dispuesto de todo el ahorro pasado, la renta disponible corriente será el factor principal que determine el consumo —y el ahorro— de una parte de las familias. (Marchante, 1997). Por otro lado, la redistribución de la renta puede conducir a la reducción del volumen agregado del ahorro de las familias, si bien dependerá de las diferentes propensiones marginales de los grupos afectados.

2.5. Las condiciones de incertidumbre.

Una de las motivaciones del ahorro por parte de los individuos o familias que debemos considerar es la previsión de situaciones desfavorables —una merma de ingresos, una situación de desempleo, enfermedades, invalidez—, que impliquen dis-

¹ A principios de la década de los ochenta, la Administración Reagan recortó sustancialmente los impuestos en Estados Unidos. Según la teoría de Ricardo y Barro, las reducciones de los impuestos deberían haberse ahorrado y la tasa de ahorro de las economías domésticas debería haber aumentado. Sin embargo, la tasa de ahorro personal se redujo.

poner de un mayor volumen de renta. Para hacer frente a la incertidumbre sobre el futuro se produce el ahorro por motivo precaución o bien la protección frente a los riesgos potenciales mediante la contratación de seguros.

2.6. La existencia de «solidaridad».

El comportamiento de los individuos ante el ahorro plantea el interrogante de si este se ve motivado, en parte, por el deseo de dejar una herencia. En este sentido, habría que considerar que la solidaridad intergeneracional no se reduce a un único legado al final de la vida, sino que pueden producirse varias transferencias de riqueza a los descendientes.

2.7. Los factores demográficos.

Algunos economistas sostienen que los factores demográficos contribuyen a explicar el hecho de que las tasas de ahorro de las familias en países con pirámides poblacionales envejecidas sean mucho más altas que las de otros países con una estructura demográfica menos madura. Esta hipótesis guarda relación con los postulados de la teoría del ciclo vital, que afirma que el ahorro se crea especialmente en la edad intermedia, mientras que, en los primeros años de vida activa, los individuos recurren al endeudamiento y, en los últimos, al desahorro.

2.8. La acumulación de fondos líquidos.

La adquisición por parte de las familias de bienes de consumo duradero y viviendas puede estar precedida, en ocasiones, por una acumulación de ahorro, aunque en la adquisición también se recurra al crédito. (Marchante, 1997). La proporción de uno u otro método de financiación en cada país dependerá de los hábitos sociales y del nivel de desarrollo del sistema financiero.

2.9. Tendencias recientes en el ahorro

Después de lo expuesto, puede convenirse que el ahorro es un fenómeno socioeconómico en el que confluyen varias dimensiones. Para comprenderlo mejor pueden diferenciarse dos aspectos que funcionan de manera complementaria en la mente del consumidor. Primero, un aspecto pragmático, meramente funcional, que sitúa al ahorro como un simplificador o facilitador de la gestión financiera de la familia. Podría decirse que el ahorro «hace la vida más sencilla» a las familias. Pero, más relevante, si cabe, es la vertiente simbólica del ahorro, por lo que significa para una familia

el hecho de tener dinero ahorrado. Este ahorro se convierte en un refugio, una defensa ante la incertidumbre y el riesgo. La mayoría de la gente ahorra no sólo por disponer de dinero, sino principalmente por la seguridad, tranquilidad, estabilidad y despreocupación que ese dinero le aporta (De la Asunción, 2010).

En los últimos años se ha producido una revisión de la actitud hacia el ahorro. Antes de la crisis probablemente, el ahorro no era una «aspiración», en sí misma, para el ciudadano. Ahorrar estaba asociado a un estilo de vida «anticuado», conservador y poco amigo de asumir riesgos. Se relacionaba con sacrificio, abnegación, privación... Esta parecía una estrategia poco sofisticada para optar a ciertos bienes de consumo. Sin embargo, la crisis financiera y sus consecuencias, en forma de cambio de valores y el consiguiente replanteamiento de cara al futuro, han provocado que el ahorro pase a ser visto de una forma mucho más positiva y aspiracional.

En la actualidad, las familias podrían estar considerando el ahorro como algo positivo y deseable, un síntoma de reflexión, que tiene que ver con la capacidad de establecer prioridades, de contenerse, de poder controlar los impulsos consumistas que, en cierto modo, han contribuido a la situación de crisis actual. Ahora no se ahorra con el objetivo de adquirir un bien o servicio, sino para acumular un cierto capital que proporcione seguridad y tranquilidad, y que mejore nuestra calidad de vida. Por lo tanto, se podría hablar de un nuevo concepto de ahorro: positivo, optimista, aspiracional, inteligente y no vinculado a la renuncia (material), sino al logro (emocional). Al mismo tiempo, esta reconceptualización del ahorro podría estar en el origen de otros cambios en los patrones de consumo². En definitiva, estos cambios ponen de manifiesto que el ahorro se ha situado en un lugar central, no solo desde una perspectiva macroeconómica, sino también en términos «micro».

3. El contexto socioeconómico y el ahorro de los hogares en la posición financiera de la economía española

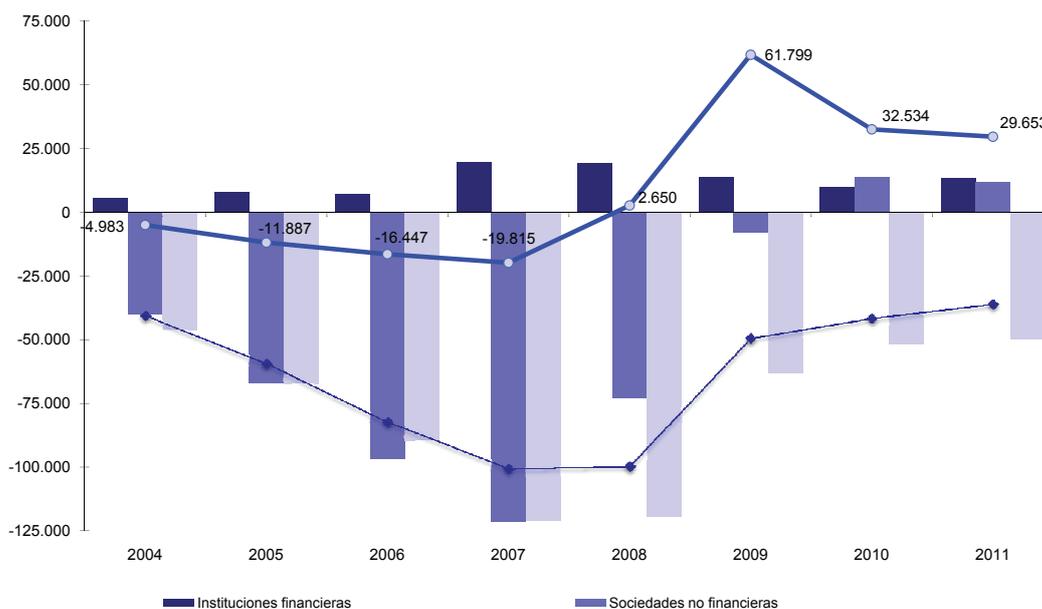
Como es sabido, tras la prolongada etapa expansiva que se había iniciado en la segunda mitad de los noventa, a lo largo de 2007 la actividad eco-² Estos cambios podrían explicar la irrupción del «smart buyer» o «comprador inteligente», la creciente importancia de nuevas formas de posesión (copropiedad, intercambio) o la recuperación de otras un tanto olvidadas (el auge de la segunda mano, el leasing, el alquiler aplicado a categorías de producto nuevas, como vestidos y complementos de lujo, etc.) o el auge de las fórmulas «low cost», como las tiendas «outlet», etc.

nómica inició una trayectoria de desaceleración, que dio paso a un brusco ajuste entre 2008 y la primera mitad de 2009. Desde entonces, el ritmo de avance fue muy modesto, casi nulo y en 2012, la economía ha entrado de nuevo en recesión. El ajuste ha sido muy intenso también en el mercado de trabajo, alcanzando la tasa de desempleo niveles superiores al 20 por ciento entre 2010 y 2011, tras el mínimo histórico del 8 por ciento alcanzado en los meses centrales de 2007. Por su parte, la tasa de inflación medida en términos del Índice de Precios al Consumo (IPC) fue del 2,8 por ciento para la media del período 2006-2008, registrándose tasas negativas cercanas al -1 por ciento en el primer semestre de 2009, para después volver a niveles entre el 2 y el 3 por ciento. A finales de 2008 se produjeron también caídas muy significativas de los valores de los activos bursátiles. Por su parte, los tipos de interés iniciaron desde el último cuarto de 2008 (el estallido de Lehman Brothers fue en septiembre de ese año) una senda descendente, que se consolidó a lo largo del año siguiente, para después iniciar un perfil ascendente. Así, el patrimonio de las familias se redujo como consecuencia del retroceso en las valoraciones de los activos financieros (especialmente, de las cotizaciones bursátiles) y por la revisión a la baja del valor de sus activos residenciales. El precio de la vivienda fue ralentizándose desde 2005, situándose la tasa de crecimiento en el 5,8 por ciento en 2007, en el 0,7 por ciento en 2008 y desde entonces ha acumulado un descenso cercano al 20 por ciento.

Sin duda, todos estos cambios tienen implicaciones relevantes, en especial por los efectos del creciente desempleo y las variaciones en la renta disponible sobre la evolución de las variables financieras y de la confianza, y sirven para comprender la evolución de los niveles de ahorro y la composición de la cartera de activos de las familias españolas.

De este modo, puede comprobarse que el ahorro financiero en España ha sufrido importantes cambios en su evolución y composición en los últimos años. El rasgo distintivo, tan solo revertido parcialmente con la crisis, ha sido una reducción del mismo. Por otro lado, han acontecido variaciones significativas en la composición de la riqueza financiera. Estos hechos son perceptibles tanto para el conjunto de economía nacional como para el sector de las familias. El punto inicial de referencia es la evolución del ahorro financiero neto de la economía española, medido como la diferencia entre los flujos de «activos netos adquiridos» y «pasivos netos contratados». A lo largo del período considerado, 2004-2011, el saldo de las operaciones financieras netas o ahorro financiero neto decreció hasta el año 2008, para cambiar el perfil desde entonces hasta 2011, si bien manteniendo aún un saldo negativo. La posición deficitaria de las AA.PP. y de las sociedades no financieras (aunque en el caso de estas últimas, desde 2010 han arrojado un saldo positivo) eran responsables de la vulnerabilidad que mostraba la economía nacional. Así, el ahorro total nacional se ha recuperado más lentamente, acorde al correspondiente

Gráfico 1: Participación de los hogares en los flujos financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

Cuadro 1: Tasa de ahorro de los hogares por países OCDE (en porcentaje sobre renta bruta disponible)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
Francia	14,8	15,4	15,6	16,5	16,1	16,8	16,1	15,8
Portugal	8,0	7,0	7,1	10,9	10,2	9,7	10,5	12,1
ESPAÑA	10,2	10,4	13,5	18,5	13,9	12,0	11,6	13,6
Reino Unido	3,1	2,7	3,1	7,8	7,2	7,4	6,6	5,4
Alemania*	10,8	11,0	11,7	11,1	11,3	11,0	11,0	10,6
EE.UU. *	2,6	2,4	5,4	5,1	5,3	4,7	4,3	4,0

*En el caso de EE.UU. y Alemania, tasa de ahorro neta.

Fuente: OCDE.

ajuste del sector público, que has sido más tardío en comparación con el privado.

Por su parte, la posición de desahorro que presentaban las familias (hogares e ISFLSH), entre 2004 y 2007, cambió de signo y en un par de años, desde que se iniciara este duro proceso de ajuste, el ahorro de los hogares alcanzó un máximo histórico en 2009 (61.799 millones de euros), si bien desde entonces en los años siguientes (2010 y 2011) este saldo positivo se ha visto reducido (gráfico 1).

El proceso de desapalancamiento de los hogares españoles desde que estallara la crisis económica actual ha estado caracterizado por un repunte significativo de su tasa de ahorro. En el cuadro 1 se comprueba que la tasa de ahorro de los hogares en España experimentó un aumento mucho más significativo que el de otros países de nuestro entorno, incluyendo Alemania, Francia o la vecina Portugal, situándose en el 18,5 por ciento de la renta bruta disponible en 2009. Las diferencias entre países están explicadas por diversos motivos, pero en cualquier caso puede intuirse que el ahorro se constituye como una estrategia preferente³ (muy utilizada) por las familias españolas para controlar sus ingresos y gastos y afrontar la crisis actual.

Desde una perspectiva temporal más amplia, la tasa de ahorro de los hogares (ahorro bruto como porcentaje de la renta disponible bruta) había mostrado una tendencia descendente desde mediados de los noventa hasta comienzos de la primera década del siglo XXI (Laborda, 2009). Después de un breve periodo de recuperación entre 2002-2003, acorde con la desaceleración del crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y el aumento del paro, en 2004 recobró su tendencia

³Los estudios realizados por el Observatorio Consumer Trends BBVA ponen de manifiesto que, de 2008 a 2010, la intención declarada de ahorro («prefiero ahorrar el dinero a gastarlo») ha subido trece puntos, pasando del 56 al 69 por ciento.

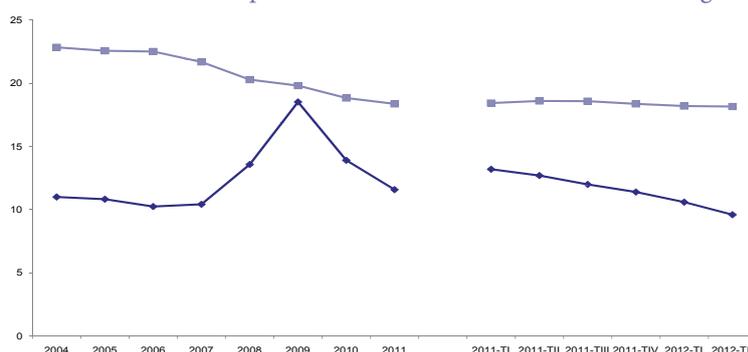
a la baja hasta situarse en el 10,7 por ciento de la renta disponible bruta de los hogares en 2007.

A partir de ese año, como puede verse en el gráfico 2, la tasa de ahorro familiar experimentó un fuerte y rápido ascenso, propio de la etapa de recesión, si bien no se ha podido mantener durante mucho tiempo. El comportamiento de la tasa de ahorro hasta 2007 se explicaría por varios factores. En primer lugar, la caída de los tipos de interés reales asociada a la mayor estabilidad macroeconómica que se fue instalando en la economía española, que desincentivaba el ahorro en cuanto disminuye su remuneración, a la vez que incentivaba el endeudamiento. Un segundo factor sería la larga duración de la fase expansiva tras la recesión de 1992-93 y la bajada del paro asociada a ella, lo cual habría generado una menor necesidad de aumentar el ahorro por motivo precaución. Por último, cabe señalar el «efecto riqueza» producido por el fuerte aumento del valor del patrimonio neto de los hogares (Laborda, 2009).

De acuerdo con la información de la Contabilidad Nacional de España, esta situación llevó a los hogares a aumentar su gasto en consumo e inversión por encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente hasta 2007, provocando un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que incurrió en un déficit del 2,4 por ciento del PIB en 2007 (cuadro 2). En lo que se refiere a las operaciones financieras, también se observa desde 2009 una trayectoria similar en las variaciones en el patrimonio neto, resultante de la adquisición neta de activos (inversión) menos los pasivos netos contraídos (es decir, pasivos y otras cuentas pendientes de pago).

De este modo, el ahorro financiero neto (ahorro más otras transferencias a cobrar) alcanzó el 8,9 por ciento del PIB en 2009 (frente al 2,7 por ciento que suponía en 2007). Posteriormente, en 2011, ha descendido hasta el 3,2 por ciento. La dis-

Gráfico 2: Comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares



Fuente: INE.

Cuadro 2: Hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Operaciones de inversión y financiación^(a) (Porcentaje de PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
I. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS NO FINANCIEROS (b)	4,7	5,0	4,7	4,6	4,8	3,0	2,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	9,1	9,6	9,8	9,7	8,5	6,5	6,2	5,7
Consumo de capital fijo (-)	-4,0	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,4
Var. de existencias y adq. netas objetos valiosos	-	-	-	-	-	0,1	0,1	-
Adquisiciones netas de activos no producidos	-0,1	-0,1	-	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Discrepancia estadística (c)	-0,4	-0,4	-1,0	-0,8	0,8	1,0	0,7	-0,4
II. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS	9,5	10,3	11,0	7,2	2,4	4,6	3,0	1,9
Efectivo y depósitos	5,1	5,5	8,2	5,6	7,0	2,7	2,4	-0,1
Valores distintos de acciones	0,1	0,2	0,7	0,9	-1,1	0,6	0,1	1,5
Acciones y otras participaciones	1,8	2,0	-0,8	-0,5	-3,4	1,0	-0,9	-0,1
Reservas técnicas de seguro	1,9	1,9	1,8	0,9	0,5	0,8	0,5	0,4
Otras cuentas pendientes de cobro	0,7	0,8	1,0	0,3	-0,7	-0,6	0,9	0,3
III. TOTAL ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS (INVERSIÓN) (I+II)	14,2	15,3	15,7	11,8	7,2	7,6	5,3	2,8
IV. VARIACIONES DEL PATRIMONIO NETO (III-V) (b)	4,1	3,6	3,0	2,7	5,1	8,9	5,4	3,6
Ahorro	3,2	2,9	2,3	2,4	4,6	8,4	4,8	3,2
Transferencias netas de capital a cobrar	0,9	0,8	0,7	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4
V. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS (TOTAL FINANCIACIÓN)	10,1	11,6	12,6	9,1	2,1	-1,3	-0,1	-0,9
Préstamos	10,9	12,3	13,0	9,4	3,5	-0,5	0,1	-2,0
Otras cuentas pendientes de pago	-0,8	-0,7	-0,3	-0,3	-1,4	-0,8	-0,1	1,1
<i>Pro memoria:</i>								
PIB pm (millones de €)	841.294	909.298	985.547	1.053.161	1.087.749	1.047.831	1.051.342	1.073.383
Tasa anual de variación interanual	7,4	8,1	8,4	6,9	3,3	-3,7	0,3	2,1
Renta disponible bruta (RDB)	546.372	588.711	629.812	671.161	715.047	721.579	704.613	707.127
Tasa anual de variación interanual	6,7	7,7	7,0	6,6	6,5	0,9	-2,4	0,4
Relación RDB/PIBpm	64,9	64,7	63,9	63,7	65,7	68,9	67,0	65,9

(a) En el cómputo de los ratios trimestrales se utilizan los flujos acumulados de los últimos cuatro trimestres.

(b) La fuente de estas rúbricas es la Contabilidad Nacional de España del INE.

(c) Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación menos operaciones financieras netas.

Fuente: Banco de España.

Fuente: Banco de España.

minución en la adquisición de activos ha sido determinante en esta reducción del ahorro (del 15,7 por ciento del PIB en 2006, al 2,8 por ciento en 2011), junto con la menor contratación de pasivos netos por parte de las familias, que ha pasado del representar el 12,6 por ciento del PIB en 2006, al -0,9 por ciento del PIB en 2011.

En definitiva, la trayectoria de las magnitudes analizadas y el análisis de otros agregados macroeconómicos permiten aproximar la secuencia de acontecimientos que afectaron al ahorro. Así, en el primer momento de la crisis financiera, se genera un ascenso de los tipos de interés acompañado por restricciones crediticias. La riqueza de los hogares disminuye notablemente, al depreciarse los activos mobiliarios e inmobiliarios. Y

sobre todo, la recesión económica se traduce en una fuerte pérdida de empleo y una intensa subida del paro. Todo ello provoca un brusco cambio en el comportamiento de los hogares, que reducen intensamente su gasto en consumo y formación bruta de capital (básicamente, inversión en vivienda), con el consiguiente aumento del ahorro y el reequilibrio de su saldo no financiero.

4. Las decisiones de inversión de los hogares

Atendiendo a los balances de las cuentas financieras de los hogares puede comprobarse que la adquisición de activos financieros había mostrado un claro ascenso entre 2001 y 2007, cuando alcanzó un máximo de 1.874.912 millones de euros (cuadro 3). En el año siguiente, 2008, sufre un duro ajuste y desde entonces se ha mantenido en niveles más o menos estables, pero por debajo de las cotas correspondientes a 2006 y 2007. Precisamente este cambio en las posiciones de activo de los hogares en 2008 resulta compatible con el ascenso en la tasa de ahorro de las familias, dado el menor dinamismo de los pasivos, que si bien habían mostrado un fuerte crecimiento entre 2001 y 2007, desde 2008 han observado un comportamiento mucho más prudente. Así, en dicho año, ya registró un aumento muy modesto y en 2009 y 2011 sendos descensos.

De la diferencia entre los stocks (balances) de las cuentas de activos y pasivos financieros de los hogares se obtienen los activos financieros netos, que, como consecuencia de la trayectoria de los dos componentes mencionados, alcanzó un máximo en 2006, con un volumen de 973.851 millones de euros, lo que supone el 98,8 por ciento del PIB. No es casualidad que la posición financiera neta como balance alcanzase un mínimo en 2008, con 706.806 millones de euros (65 por ciento del

PIB), coincidiendo con uno de los episodios más intensos de la crisis financiera internacional, y con anterioridad a la grave contracción que sufriría la actividad económica (sector real). Desde la perspectiva temporal del conjunto del periodo analizado, 2001-2011, la posición financiera neta de las familias, como agregado, podría decirse que apenas ha descendido su saldo positivo. Sin embargo, sí lo ha hecho en términos de PIB (72,7 por ciento en 2011 frente al 104,8 por ciento que representaba en 2001). Esto es debido a que si bien los pasivos adquiridos han aumentado (préstamos, básicamente, porque las «otras cuentas pendientes de pago» apenas han mostrado grandes variaciones), el valor de los activos financieros (depósitos, seguros y planes de pensiones, acciones, activos de renta fija, etc.) también ha aumentado.

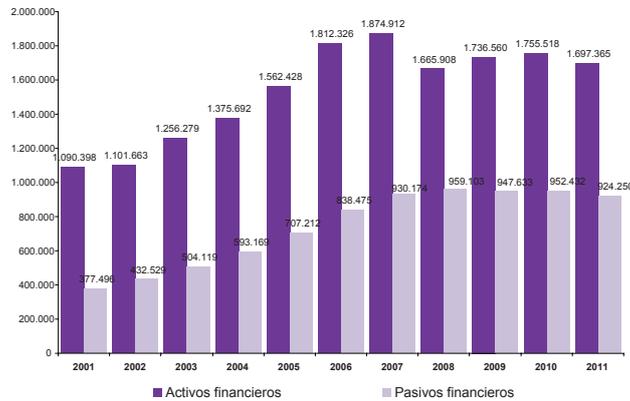
Esta evolución de los stocks financieros (los flujos se estudiarán más adelante) se ha visto acompañada de una recomposición por instrumentos de activo. En este sentido, con la información recogida en el cuadro 3 se puede comprobar el ascenso notable del «Efectivo y depósitos», que tan solo en 2011 ha sufrido un modesto descenso. Por el contrario, otros instrumentos se han mostrado más sensibles a la situación de desconfianza provocada por la crisis, observándose un trasvase hacia activos menos arriesgados y volátiles, como los depósitos, en detrimento de otros con rentabilidades más sujetas al vaivén de los mercados financieros, como los fondos de inversión, las acciones y, en menor medida, los planes de pensiones. Este movimiento es conocido como «*flight to safety*», o «vuelo hacia la seguridad», y es también visible en otros instrumentos de ahorro (posiciones financieras activas) como los valores de renta variable, que se trasvasan a depósitos. Esta variación se observa con más claridad en el caso de los flujos (cuadro 4 y gráficos 4 y 5).

Cuadro 3: Cuentas financieras de los hogares por instrumentos. Balance financiero (millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activos financieros	1.090.398	1.101.663	1.256.279	1.375.692	1.562.428	1.812.326	1.874.912	1.665.908	1.736.560	1.755.518	1.697.365
Efectivo y depósitos	437.404	463.060	489.057	529.876	578.410	656.061	712.508	784.957	814.774	839.915	838.813
Valores distintos de acciones (renta fija)	22.730	26.269	35.099	28.649	30.913	45.055	45.694	33.903	40.734	43.443	57.083
Acciones y otras participaciones	435.845	399.030	499.885	562.023	670.752	798.017	793.527	534.893	560.658	540.972	466.177
Seguros y planes de pensiones	160.867	175.122	191.513	208.945	230.015	250.866	258.162	254.350	268.450	269.533	270.374
Otras cuentas pendientes de cobro	33.552	38.181	40.725	46.201	52.338	62.328	65.020	57.806	51.944	61.655	64.917
Pasivos financieros	377.496	432.529	504.119	593.169	707.212	838.475	930.174	959.103	947.633	952.432	924.250
Préstamos	324.714	377.274	448.101	538.199	648.819	775.041	870.541	907.293	899.955	894.591	867.093
Otras cuentas pendientes de pago	52.782	55.255	56.018	54.971	58.393	63.434	59.633	51.809	47.678	57.841	57.157
Activos financieros netos	712.902	669.134	752.160	782.523	855.216	973.851	944.738	706.806	788.927	803.086	773.115
PIB (millones de €)	680.397	729.258	783.082	841.294	909.298	985.547	1.053.161	1.087.788	1.048.060	1.048.883	1.063.355
En por ciento del PIB											
Adquisición neta de activos financieros	160,3	151,1	160,4	163,5	171,8	183,9	178,0	153,1	165,7	167,4	159,6
Pasivos netos contraídos	55,5	59,3	64,4	70,5	77,8	85,1	88,3	88,2	90,4	90,8	86,9
Posición financiera neta	104,8	91,8	96,1	93,0	94,1	98,8	89,7	65,0	75,3	76,6	72,7

Fuente: Banco de España e INE.

Gráfico 3: Activos y pasivos financieros de los hogares (2001-2011)
Saldos acumulados. (Millones de euros)



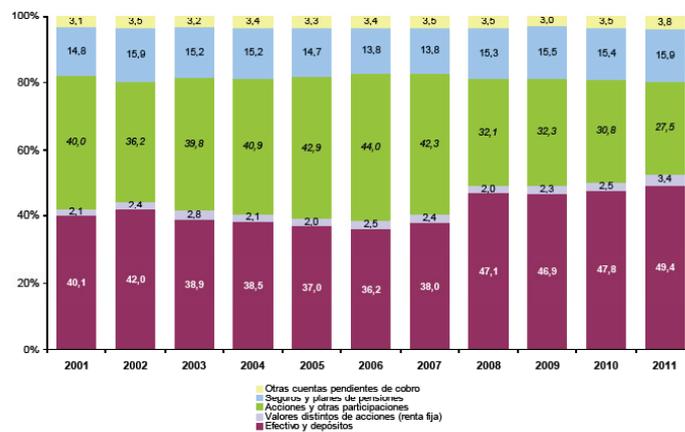
Fuente: Banco de España.

En concreto, el valor de los flujos anuales de las «Acciones y otras participaciones» ya mostraron en 2006 y 2007 descensos significativos (8.788,6 y 4.243 millones de euros, respectivamente), que tras las tensiones del verano de 2007 y la agudización en 2008 produjeron una severa caída en las posiciones activas de las familias en este instrumento (-36.476,8 millones de euros en 2008). Con posterioridad, en 2009 mostraría una recuperación, que no se ha visto consolidada en 2010 y 2011, con nuevos descensos. Por su parte, el «efectivo y los depósitos» es el instrumento más importante de los activos financieros de los hogares, llegando a representar en el promedio del periodo analizado (2001-2011) más de dos terceras partes de la adquisición neta de activos por parte de las familias (68,8 por ciento del total). Esta proporción sería del 42,2 por ciento para el caso

de las cuentas financieras, como balances o stocks, para el promedio del periodo. No obstante, desde un enfoque dinámico, el peso de los instrumentos más seguros (menos arriesgados) como el efectivo y los depósitos habría aumentado su significación dentro de la estructura de la cartera de activos financieros de las familias en España, siendo en 2011 del 49,4 por ciento del total, frente al 36,2 por ciento que llegó a representar en 2006. Por el contrario, los valores de renta variable (acciones y otras participaciones) han pasado de tener una importancia relativa del 44 por ciento en dicho año para quedar relegados al 27,5 por ciento del valor total de los activos financieros de los hogares en 2011.

En años como 2006, 2007 y 2010, el peso de estos instrumentos más líquidos y seguros (normal-

Gráfico 4. Estructura de la cartera de activos financieros de los hogares en España
(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 4: Operaciones financieras de los hogares. Flujos anuales (Millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Adquisición neta de activos	76.168,8	59.125,3	68.742,5	78.518,1	91.798,8	105.539,6	73.704,9	23.609,3	50.585,6	31.673,0	19.997,5
Efectivo y depósitos	48.914,8	35.409,6	28.979,0	41.308,9	48.698,3	79.414,7	57.140,7	73.712,8	30.041,9	25.197,6	-1.102,0
Valores distintos de acciones (renta fija)	-7.271,7	4.473,2	276,1	798,3	1.665,8	6.773,1	8.872,1	-12.157,7	7.344,4	1.427,5	15.190,3
Acciones y otras participaciones	6.917,9	3.192,8	22.358,2	15.260,9	17.370,4	-8.788,6	-4.243,0	-36.476,8	10.807,0	-9.699,4	-1.292,1
Seguros y planes de pensiones	19.447,2	17.956,4	14.585,1	15.674,6	17.085,7	18.150,3	9.242,6	5.738,3	8.254,7	5.043,1	3.939,4
Otras cuentas pendientes de cobro	8.160,7	-1.906,8	2.543,9	5.475,4	6.978,6	9.990,2	2.692,5	-7.207,2	-5.862,4	9.704,2	3.261,9
Pasivos netos contraídos	75.887	54.921	67.875	84.210	104.899	123.597	95.485	22.920	-13.258	-1.418	-10.511
Préstamos	52.901	53.318	71.411	90.635	110.885	126.838	98.750	38.152	-4.665	105	-22.390
Otras cuentas pendientes de pago	22.985	1.604	-3.536	-6.425	-5.986	-3.241	-3.264	-15.232	-8.593	-1.523	11.879
Operaciones financieras netas	282	4.204	867	-5.692	-13.100	-18.057	-21.780	690	63.843	33.091	30.508

Fuente: Banco de España.

mente con menor rentabilidad) llegó a suponer entre el 75 por ciento y 80 por ciento de la adquisición neta (flujos) de activos financieros por parte de los hogares. Pero, sin duda, llama la atención que, en el año 2008, el importe del efectivo y depósitos superó el triple del valor total de los activos netos adquiridos por los hogares españoles, dado los descensos producidos en la valoración de la cartera de renta variable (-36.476,8 millones de euros), así como en la de renta fija (-12.157,7 millones de euros) y hasta en «otras cuentas pendientes de cobro» (-7.207,2 millones de euros).

Atendiendo a un desglose más detallado de las partidas que componen los activos financieros de los hogares⁴, se comprueba cómo la partida con mayor expansión estuvo liderada inicialmente por los depósitos a plazo, con un ritmo de crecimiento muy intenso en 2007 y 2008, iniciando posteriormente una notable desaceleración, hasta alcanzar variaciones negativas en 2009. Por el contrario, el resto de los depósitos registró un comportamiento negativo en 2007 y 2008, para mostrar una fuerte recuperación en el ejercicio 2009. Estos desarrollos parecen evidenciar que durante dicho período se han producido desplazamientos importantes de recursos entre estos dos tipos de depósitos.

Al mismo tiempo, desde 2007 se registraron reembolsos netos de las participaciones en fondos de inversión. Esta tendencia se intensificó en 2008 (-38.144 millones de euros), para atenuarse en 2009 y volver a observarse en 2010 y en menor medida, en 2011. Esta trayectoria contrasta con la expansión vivida por este tipo de instrumentos de ahorro a finales de los noventa y en la primera mitad de la pasada década. Por su parte, la inver-

⁴ Aunque por abreviar se hable de las cuentas de activo de los hogares, en realidad los datos del cuadro 5, con más detalle, incluyen a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). Aunque la relevancia en las cuentas financieras estos agentes es bastante reducida, tal y como se puede deducir de la diferencia entre este cuadro y los importes del anterior (cuadro 4).

sión en seguros y planes de pensiones también ha experimentado un descenso a lo largo de la etapa de crisis, que ha sido, no obstante, más moderado que el registrado por las participaciones en fondos de inversión.

Además de la situación socioeconómica, medida por indicadores del sector real, y que brevemente se ha expuesto al comienzo de este epígrafe, también los cambios en las condiciones de rentabilidad y riesgo (aspectos más financieros) de los distintos instrumentos han debido influir en las variaciones de la composición de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles. En este sentido, en el gráfico 6 se refleja la evolución temporal de los tipos de interés y rentabilidades de los principales activos e instrumentos: depósitos, deuda pública a distintos plazos, renta fija y otros títulos privados. En particular, destaca la elevada volatilidad del Ibex-35 que se refleja en las fuertes oscilaciones anuales en la rentabilidad acumulada, siendo apreciable en el resto de activos el descenso en los rendimientos hasta 2006, el ascenso registrado en 2008, para nuevamente descender en 2010 y observar, en general, más recientemente un sesgo ascendente.

Otras circunstancias, como las crecientes necesidades de financiación de las instituciones financieras, derivadas de las dificultades en la obtención de fondos en los mercados mayoristas a raíz del desencadenamiento de la crisis financiera y su repercusión sobre las estrategias de comercialización de las entidades de crédito han podido influir en la captación de depósitos en general y, en particular, de los realizados a plazo, dada su mayor estabilidad. También para el ahorrador estos productos contaban con el atractivo de ofrecer un aseguramiento explícito de la devolución del principal de la inversión, cuyos límites se ampliaron sustancialmente a finales de 2008⁵, a través de los respectivos fondos de garantía.

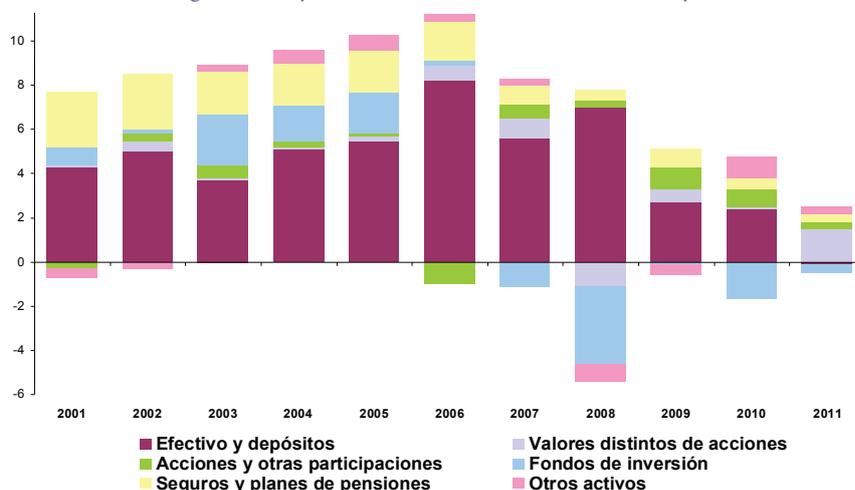
⁵ El Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, sobre sis-

Cuadro 5: Cuentas más detalladas de los activos financieros de los hogares e ISFLSH (Millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	21
Total activos financieros	48.055	60.267	69.411	79.889	93.972	108.197	76.062	25.574	47.963	31.691	20.
Efectivo y depósitos	29.230	36.290	29.098	42.497	50.152	81.163	59.328	76.134	28.328	25.136	-1.
Efectivo	-12.178	13.787	9.844	11.519	9.890	6.001	1.919	2.686	3.135	-1.641	-1.
Depósitos transferibles	7.112	4.517	5.753	8.869	24.801	23.255	-13.357	-7.466	41.069	-1.699	
Otros depósitos	34.296	17.987	13.501	22.109	15.461	51.907	70.765	80.914	-15.876	28.476	-
Valores distintos de acciones	497	3.824	898	899	1.865	6.788	9.654	-12.436	6.661	1.208	15.
Valores a corto plazo	-66	-438	521	-613	184	1.574	3.635	-1.049	-4.264	-76	10.
Valores a largo plazo	563	4.262	377	1.513	1.681	5.214	6.018	-11.387	10.925	1.284	5.
Acciones y otras participaciones	-1.795	2.326	4.425	2.182	680	-10.206	5.849	3.239	10.838	8.015	2.
Fondos de inversión	5.319	1.788	17.890	13.391	17.510	2.344	-11.695	-38.144	-934	-18.111	-3.
Seguros y planes de pensiones	17.333	17.956	14.585	15.675	17.086	18.150	9.243	5.738	8.255	5.043	3.
Otros activos	-2.529	-1.917	2.516	5.246	6.679	9.957	3.684	-8.957	-5.186	10.400	2.

Fuente: Banco de España.

Gráfico 5: Activos financieros de los hogares por instrumentos. Operaciones financieras de hogares*. Flujos acumulados en el año. (Porcentaje del PIB)



* Se incluyen las ISFLSH.

Fuente: Banco de España e INE.

Por otra parte, la reforma de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)⁶, que entró en vigor en 2007, mejoró sustancialmente la neutralidad del tratamiento de los distintos instrumentos financieros, eliminando ciertas ventajas fiscales relativas que presentaban algunos productos, como las participaciones en fondos de inversión sobre los depósitos bancarios o los valores de renta fija⁷. De este modo, dicha reforma pudo contribuir adicionalmente al desplazamiento de fondos desde instrumentos de inversión colectiva hacia depósitos bancarios.

temas de indemnización de los inversores, aumentó de 20.000 a 100.000 euros el umbral mínimo de cobertura.
⁶ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de No Residentes y sobre el Patrimonio (BOE de 29 de noviembre).

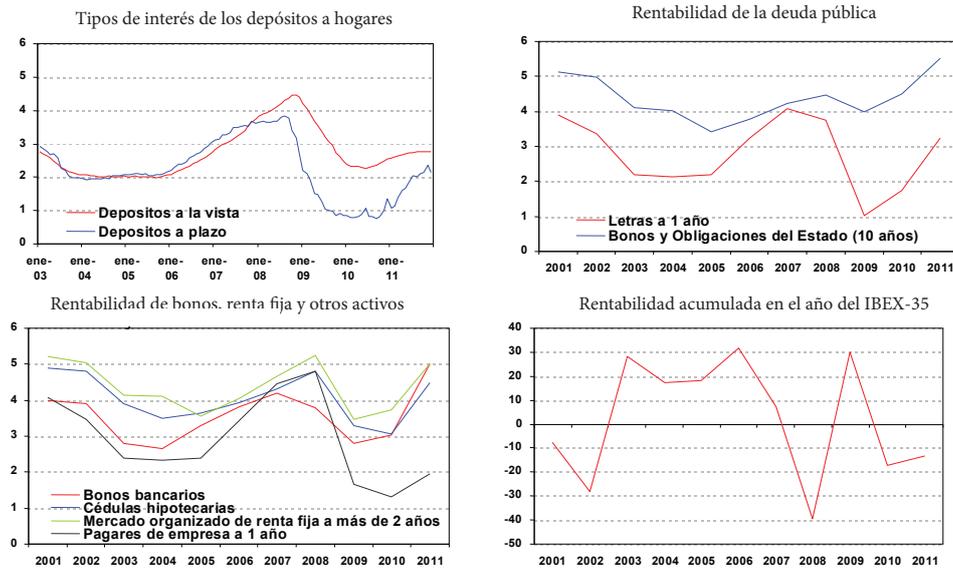
⁷ Un estudio pormenorizado de los efectos de dicha reforma del IRPF sobre los distintos instrumentos financieros se recoge en García-Vaquero y Maza (2007).

Por último, los trasvases desde depósitos a la vista a los de plazo durante el inicio de la crisis financiera internacional hasta finales de 2008 pudieron estar motivados por el aumento del diferencial de tipos de interés entre ambos tipos de instrumentos (ya que hasta 2007 los rendimientos de ambos tipos de depósitos eran muy similares). Por el contrario, el estrechamiento de las rentabilidades de los dos productos más recientemente ayudaría a explicar la reversión de este proceso, que se ha podido observar en 2011 (cuadro 6).

5. Los activos reales y financieros según la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

Para finalizar con este breve análisis sobre la composición del ahorro y de la riqueza neta de los hogares en España, se ha considerado oportuno mencionar algunos de los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por

Grafico 6: Trayectoria de la rentabilidad de algunos activos financieros (Porcentaje sobre anual)



Fuente: Banco de España.

el Banco de España. En concreto, esta encuesta permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar, así como la composición de los activos reales y financieros, lo que es de interés para este artículo, pese a que la última oleada de esta encuesta corresponda al año 2008.

Lo primero que cabe destacar de las estimaciones de dicha encuesta es que la riqueza neta mediana de las familias es de 178.300 euros y la media de 285.800 euros. Respecto a 2005, la riqueza neta de los hogares ha aumentado en media (3,6 por ciento), mientras que la mediana de la distribución se ha reducido un 6,1 por ciento. Asimismo, un 98,3 por ciento de las familias posee algún tipo de activo, real o financiero (cuadro 6). Los activos reales constituyen el 89,1 por ciento del valor de los activos totales de los hogares (ver cuadro 6, parte de arriba de la última columna), siendo la vivienda el activo más importante de las familias, ya que representa el 61,4 por ciento del valor de los activos reales para el conjunto de hogares y un 54,8 por ciento del valor de los activos totales.

Para el conjunto de hogares⁸, las cuentas bancarias constituyen casi el 49 por ciento (suma de 22,9 por ciento de las cuentas para realizar pagos y otras cuentas, 25,9 por ciento) del valor de los ac-

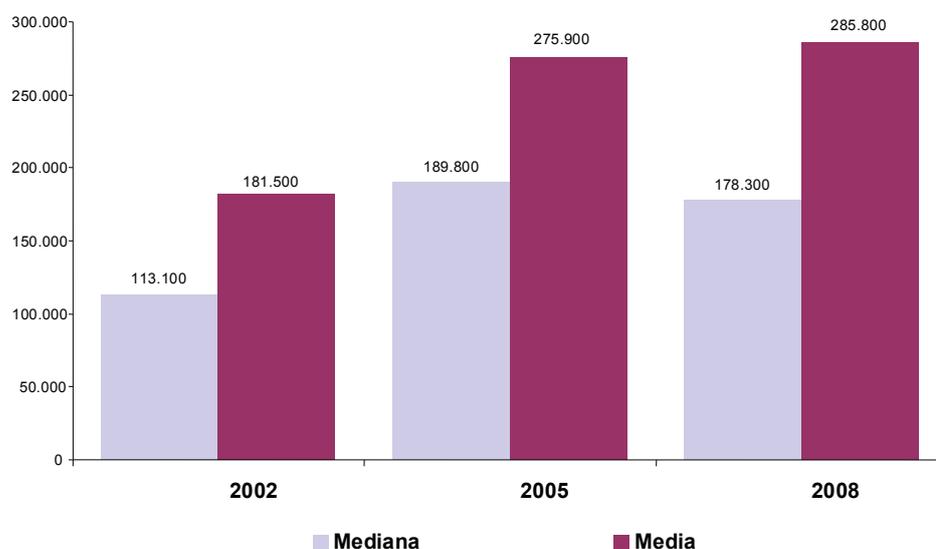
⁸ Por niveles de renta y riqueza, la composición de la cartera tiende a ser similar, excepto en los hogares pertenecientes al decil más alto de estas distribuciones, que tienen un mayor porcentaje de sus activos en acciones no cotizadas.

tivos financieros. Le siguen, por orden de importancia, los planes de pensiones (18,2 por ciento), las acciones cotizadas (9,3 por ciento), las acciones no cotizadas y participaciones (8 por ciento), los fondos de inversión (7,1 por ciento) y los valores de renta fija (1,8 por ciento). En la categoría de «otros activos financieros» se incluyen los créditos pendientes a favor de los hogares y las carteras gestionadas, que representan el 6,1 por ciento y el 0,6 por ciento, respectivamente, del valor total de los activos financieros de los hogares.

Respecto a 2005, los únicos activos financieros que han ganado peso relativo en la cartera de activos financieros del conjunto de los hogares son las cuentas bancarias (en particular, las no utilizables para realizar pagos) y los créditos pendientes a favor de los hogares⁹. Por último, con la información recabada por la Encuesta, durante el primer trimestre de 2009, el 93,6 por ciento de los hogares tenía en 2008 algún tipo de activo financiero (cuadro 7), aunque esta cifra se reduce considerablemente cuando se excluyen las cuentas bancarias. El valor mediano de estos activos financieros, según los cálculos del Banco de España, es de 7.100 euros. En comparación con 2005, el porcentaje de hogares con algún activo financiero ha disminuido.

⁹ Estos cambios en los pesos relativos de los activos financieros se observan para la casi totalidad de los tipos de hogares, y de forma más acusada para los hogares en los deciles superiores de las distribuciones de renta y riqueza. Además, para estos grupos de hogares disminuye de forma más apreciable el peso de sus activos financieros respecto al total del valor de los activos que poseen.

Gráfico 7. Riqueza neta de los hogares estimada por la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) en 2002, 2005 y 2008 (Euros)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 6. Significación de los activos reales de los hogares por tipo de activo. (Porcentaje)

<i>DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS REALES DE LOS HOGARES, por tipo de activo</i>						
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Total	Pro memoria: activos reales como por ciento de activos totales
Datos 2005	66,2	23,8	9,4	0,6	100	89,0
Datos 2008	61,4	27,8	10,3	0,5	100	89,1
<i>TENENCIA DE ACTIVOS REALES POR PARTE DE LOS HOGARES, Por tipo de activo</i>						
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Alguna clase activo real	Algún tipo de ACTIVO
Datos 2005	81,3	34,5	11,1	19,3	87,4	99,0
Datos 2008	82,7	36,1	12,0	17,2	88,2	98,3

Fuente: Banco de España.

El 90,5 por ciento de las familias dispone de algún tipo de cuenta bancaria para realizar pagos. El saldo mediano en este tipo de cuentas es de 3.000 euros. Mientras, la proporción de hogares con cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, incluidas las cuentas vivienda, es del 24,1 por ciento. El saldo mediano en este caso es de 15.000 euros. Y entre 2005 y 2008 ha disminuido 2 puntos porcentuales (p.p.) el porcentaje de hogares que tiene cuentas para realizar pagos, pero ha aumentado la fracción de hogares con cuentas no utilizables para realizar pagos: del 18,5 por ciento en 2005, al 24,1 por ciento de 2008.

El porcentaje de hogares que posee de manera directa acciones cotizadas en bolsa es del 10,4 por ciento, con un valor mediano invertido de 6.000

euros. El perfil de hogares que tienen fondos de inversión (un 5,6 por ciento en el total de hogares) es similar al de los hogares que invierten en acciones cotizadas, pero los porcentajes de familias que poseen dichos fondos son menores para todos los tipos de hogar. Pero la inversión mediana en estos fondos (14.100 euros) es más elevada que en el caso de las acciones cotizadas para casi todos los grupos de hogares. Desde 2005 ha disminuido la proporción de hogares que invierten en ambos tipos de activos, aunque la disminución ha sido mayor para los fondos de inversión. Asimismo, para el conjunto de los hogares, la inversión mediana ha disminuido de forma clara tanto para los fondos de inversión (-26,9 por ciento) como para las acciones cotizadas (-13 por ciento).

Cuadro 7: Significación de los activos financieros por parte de los hogares, por tipo de activo financiero. En porcentaje sobre el total

DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Por tipo de activo										
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Total	Pro memoria: activos financieros, como por ciento de activos totales
2005	26,6	14,7	11,1	13,2	1,7	20,0	9,2	3,5	100,0	11,0
2008	22,9	25,9	9,3	7,1	1,8	18,2	8,0	6,7	100,0	10,9

TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES, por tipo de activo										
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Algún tipo de activo financiero	
2005	92,5	18,5	11,4	8,7	1,5	29,3	2,2	4,3	96,6	
2008	90,5	24,1	10,4	5,6	1,4	25,7	1,3	6,8	93,6	

Fuente: Encuesta Financiera de las Familias (EFF), Banco de España.

El 1,3 por ciento de los hogares posee acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades, con un valor mediano invertido de 12.000 euros. La proporción de hogares que invierte en acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades se sitúa ligeramente por debajo de su nivel en 2005. Mientras, un 1,4 por ciento de los hogares invierte en valores de renta fija, con una tenencia mediana en valores de renta fija de 19.100 euros. Respecto a 2005, los hogares son algo menos proclives a poseer de forma directa valores de renta fija, aunque la inversión mediana en este activo ha disminuido de forma mucho más importante para el conjunto de hogares (-25,8 por ciento). Por último, el 25,7 por ciento de los hogares posee algún plan de pensiones (o seguro de vida de inversión o mixto), una proporción inferior a la estimada en 2005 (entonces era del 29,3 por ciento). El valor mediano de los planes de pensiones sería de 7.800 euros para el conjunto de los hogares que posee algún plan.

6. Conclusiones

El artículo ha querido reflejar cómo la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas ha experimentado cambios a lo largo de la última década, destacando una recomposición más significativa a partir de 2007, coincidiendo con la crisis financiera internacional. Esta modificación se ha traducido en cambios en las operaciones financieras de activo y de pasivo. La atención se ha centrado en el caso de las primeras (de activo), por ser indicativas de las adquisiciones y posiciones de ahorro neto de las familias. Entre las conclusiones del artículo destaca el aumento que se ha observado en el peso relativo de los depósitos bancarios, en detrimento de los productos cuya rentabilidad está más vinculada a

la evolución de los mercados, como los fondos de inversión y, especialmente, las acciones cotizadas.

Referencias bibliográficas

CARBÓ, S.; MANSILLA, J. M. y MAQUI, E. (2009): «El ahorro financiero de los hogares españoles: Perspectivas tras el segundo año de crisis». Cuadernos de Información Económica, n.º 212, Septiembre-Octubre.

DE LA ASUNCIÓN, S. (2010): «La dimensión psicológica del ahorro: una aproximación a partir del Observatorio Consumer Trends BBVA». España, Situación Consumo. Primer semestre.

DOMÍNGUEZ, J. M. y LÓPEZ, R. (2007): «Ahorro, inversión y necesidad de financiación», Papeles de Economía Española, n.º 111, 2007.

DORNBUSCH, D. y FISCHER, S. (1994). Macroeconomía, Sexta Edición. McGraw-Hill/Interamericana de España. Madrid.

GARCÍA-VAQUERO, V. y HERNÁNDEZ DE COS (2003): «La nueva reforma del IRPF: principales modificaciones y análisis de sus efectos», Boletín Económico del Banco de España, mayo.

GARCÍA-VAQUERO, V. y MAZA, L. Á. (2007): «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», Boletín Económico del Banco de España, enero.

GARCÍA-VAQUERO, V. y NIETO, F. (2010): «Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional». Boletín Económico del Banco de España, enero.

LABORDA, Á. (2009): «El ahorro, variable clave

en los procesos de ajuste de la economía española» Cuadernos de Información Económica, n.º 212, Septiembre-October.

MAZA, L. Á. y SANCHÍS, A. (2003): «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», Boletín Económico del Banco de España, diciembre.

MARCHANTE, A. (1997): «El ahorro nacional: componentes institucionales» en J. L. García Delgado (dir.), Lecciones de Economía Española. Tercera edición. Civitas. Madrid.

RAYMOND, J. L. (1990): El ahorro en la economía española, Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, n.º 65.

La reforma del sistema financiero

Herminia Aznarte Moya y Juan José Torres Gutiérrez

Resumen: La crisis financiera internacional ha afectado de manera especial al sistema financiero español, no tanto por la presencia de los denominados activos «tóxicos» en los balances de las entidades de crédito, como por el estallido de la burbuja inmobiliaria y la práctica desaparición del mercado de financiación interbancario. Aunque durante los dos primeros años de crisis, las entidades de crédito y el propio modelo supervisor fueron expuestos como ideales por las autoridades nacionales, en los últimos tres años, conforme la crisis ha ido poniendo de manifiesto las profundas deficiencias del sistema bancario, tanto el gobierno anterior como el actual han abordado una profunda reforma del sistema financiero español, que ha modificado significativamente el entorno bancario. Las sucesivas reformas se concretan, hasta ahora, en siete reales decretos-leyes que, en muchos casos, modifican los reales decretos-leyes anteriores. En este artículo se intenta describir el resultado final, al día de la fecha, de la reforma del sistema financiero español.

Palabras clave: crisis financiera; sistema financiero español; reforma del sistema financiero; FROB; Cajas de Ahorros; Sistemas Integrados de Protección (SIP); Fondo de Garantía de Depósitos.

Códigos JEL: G21; G33; G34; E58.

1. Introducción

La crisis financiera internacional, que viene afectando, en mayor o menor medida, a los principales países desarrollados desde 2007, presentó su primer episodio en los Estados Unidos, en el mercado de las hipotecas de baja calidad, conocidas como «*subprime*»¹, extendiéndose rápidamente por todo el sistema financiero internacional a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. La opacidad de los denominados «activos tóxicos» (productos estructurados sobre la base de activos procedentes de titulización de diferentes clases, entre ellos las hipotecas «*subprime*») hizo que la crisis de confianza inicial se tornara en una des-

¹ En la terminología usada en el mercado hipotecario americano, las hipotecas «*subprime*» son aquellas concedidas a clientes con un perfil de riesgo elevado, en lo que confluyen varias características: cuentan con un historial crediticio escaso o inexistente o con incidentes de impagos anteriores; LTV («*Loan to Value*», porcentaje del préstamo sobre el valor de la vivienda) elevado, superior al 85 por ciento; baja capacidad de pago, medido por el importe de la cuota a pagar sobre los ingresos periódicos documentados (cuanto menor sea esta ratio, mayor será la capacidad de pago, e indica el porcentaje de los ingresos recurrentes que deben destinarse a pagar la cuota de la hipoteca); inexistencia de avales o garantías adicionales a la propia garantía hipotecaria de la vivienda; concesión de préstamos basado en el sistema de «autocertificación» (Self-certification, en inglés), mediante el cual las entidades de crédito no comprueban la veracidad de los ingresos y demás cuestiones que declaran los solicitantes de los préstamos hipotecarios.

tructiva crisis de liquidez, haciendo desaparecer, en la práctica, el mercado interbancario (Ruiz, 2008). Ninguna entidad de crédito estaba dispuesta a prestar sus excedentes de recursos a otras, sin conocer con certeza en qué grado estaba afectada por dichos activos tóxicos. Los bancos centrales de las diferentes áreas monetarias tuvieron que suplir, con diferentes intensidades y estrategias, como han puesto de manifiesto De la Torre y Moral (2011) y Pateiro, García y Núñez (2010), la falta de liquidez en el mercado interbancario y los gobiernos de los principales países tuvieron que intervenir directamente inyectando ingentes cantidades de capital en los balances de sus entidades financieras nacionales.

Esta crisis financiera ha afectado de manera especial al sistema financiero español, no tanto por la presencia de los denominados activos «tóxicos» en los balances de las entidades de crédito, como por el estallido de la burbuja inmobiliaria y la práctica desaparición del mercado de financiación interbancario. Aunque durante los dos primeros años de crisis, las entidades de crédito y el propio modelo supervisor fueron expuestos como modélicos por las autoridades nacionales, en los últimos tres años, conforme el avance de la crisis ha ido poniendo de manifiesto las profundas deficiencias del sistema bancario español, los dos últimos go-



biernos han abordado una profunda reforma del sistema financiero español, que ha modificado significativamente el entorno bancario.

Las sucesivas reformas se concretan, hasta ahora, en siete reales decretos-leyes, a saber:

— Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito².

— Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros³.

— Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.⁴

— Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito⁵.

— Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero⁶.

— Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero⁷.

— Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito⁸.

Y la Ley 91/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

El hecho de que prácticamente todos los citados reales decretos-leyes modifiquen parcialmente a los anteriores, complica significativamente un análisis

² BOE de 27 de junio de 2009 (Corrección de errores, BOE de 30 de junio de 2009).

³ BOE de 13 de julio de 2010 (Corrección de errores, BOE de 17 de julio de 2010).

⁴ BOE de 19 de febrero de 2011 (Corrección de errores, BOE de 26 de febrero de 2011).

⁵ BOE de 15 de octubre de 2011.

⁶ BOE de 4 de febrero de 2012.

⁷ BOE de 12 de mayo de 2012.

⁸ BOE de 31 de agosto de 2012.

cronológico del marco jurídico de esta reforma financiera. En este artículo se intenta describir el resultado final, al día de la fecha, de la reforma del sistema financiero español, teniendo en cuenta el efecto acumulativo de las disposiciones que se han ido aprobando en estos últimos tres años.

La reforma del sistema financiero se ha visto condicionada, finalmente, por la solicitud de ayuda financiera (rescate) por parte del gobierno español a la Unión Europea, cuya materialización se ha concretado en el conocido como «*Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality*» (MoU), de julio de 2012, donde se establecen las condiciones y reformas necesarias para que la Unión Europea ayude financieramente al Estado español para la recapitalización de las entidades con déficit de capital.

A continuación de esta introducción, el apartado 2 se dedica al análisis del Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB); el apartado 3, a la reforma de la Ley de Cajas de Ahorros; el apartado 4, a la descripción del nuevo Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de crédito, fruto de la fusión de los anteriores fondos de entidades bancarias, cajas de ahorros y de cooperativas de crédito; el apartado 5 se centra en las medidas de reforzamiento y saneamiento de los balances de las entidades financieras; el apartado 6 se dedica a la formulación de las sociedades de gestión de activos, conocido como «bancos malos» y, especialmente, a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB); y, por último, en el apartado 7 se extraen algunas conclusiones de esta reforma del sistema financiero español.

2. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) es creado por el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. Tras sufrir diversas modificaciones en el Real Decreto-ley 2/2011, el Real Decreto-ley 2/2012 y el Real Decreto-ley 18/2012, la normativa que regula este instrumento de reestructuración bancaria es redefinida en el Real Decreto-ley 24/2012, procediéndose a la derogación del primer Real Decreto-ley.

2.1. Naturaleza, régimen jurídico y gobierno del FROB

El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) tiene por objeto gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito, siendo una entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines. Su capital se nutrirá de aportaciones de los Presupuestos Generales del Estado, pudiendo captar financiación en los mercados de capitales, con las limitaciones que establezcan los Presupuestos Generales del Estado.

El FROB está regido y administrado por una Comisión Rectora, con nueve miembros en representación de diferentes organismos económicos del Estado: Banco de España (cuatro miembros, entre los que se encontrará el Subgobernador, que ejercerá de Presidente del FROB), Secretario General del Tesoro y Política Financiera (vicepresidente del FROB), Subsecretario de Economía y Competitividad, Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Director General de Política Económica y Director General de Presupuestos.

El FROB contará con un Director General, con funciones ejecutivas de dirección y gestión diaria del mismo, nombrado por el Consejo de Ministros, a propuesta del Ministro de Economía y Competitividad, previa consulta al Gobernador del Banco de España.

El FROB estará sometido a control parlamentario compareciendo el Presidente de su Comisión Rectora, con una periodicidad trimestral, ante la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados. También tendrá que elevar un informe trimestral al Gobierno, quien lo hará seguir a la citada Comisión parlamentaria.

2.2. Procedimientos de intervención del FROB

Con el objetivo de proteger la estabilidad financiera, el FROB y el Banco de España, en el ejercicio de sus respectivas competencias, podrán intervenir en las entidades de crédito activando tres tipos distintos de procedimientos: actuación temprana, reestructuración y resolución.

La actuación temprana es el procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando incumpla, o existan elementos objetivos que razonablemente indiquen que pueda incumplir, con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, pero dicha entidad se encuentre en condiciones de retornar al cum-



plimiento de estos requerimientos por sus propios medios, sin perjuicio del apoyo financiero excepcional y limitado que pueda aportarle el FROB.

Por reestructuración, se entiende el procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando requiera apoyo financiero público para garantizar su viabilidad y resulte previsible que dicho apoyo podrá ser reembolsado por el FROB o cuando no pudiera llevarse a cabo el procedimiento de resolución sin efectos gravemente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero.

Finalmente, la resolución es el procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando esta sea inviable o se prevea su inviabilidad en un futuro próximo y, por razones de interés público y estabilidad financiera, resulte necesario evitar su liquidación concursal.

Los procesos de activación de los procedimientos de reestructuración y de resolución perseguirán los objetivos explícitos de mantenimiento de la actividad sistémica, evitando el contagio al resto del sistema financiero y a la economía, minimizando los apoyos financieros públicos y protegiendo a los depositantes y clientes de las entidades de crédito. Los accionistas, cuotapartícipes o socios de las entidades de crédito serán los primeros en asumir las pérdidas que se deriven de estos procesos, seguidos del resto de acreedores, en el orden de prelación que les corresponda.

2.2.1. Procedimiento de actuación temprana

El Banco de España podrá activar el procedimiento de actuación temprana cuando una entidad de crédito incumpla, o prevea razonablemente su incumplimiento futuro, los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, pero dicha entidad se encuentre en disposición de retornar al cumplimiento con sus propios medios.

La entidad de crédito que incumpla los requerimientos, bien a instancias propias bien por requerimiento del Banco de España, presentará un plan de actuación en el que se concreten las acciones para asegurar la viabilidad a largo plazo de la entidad sin necesidad de apoyos financieros públicos, detallando el plazo previsto para su ejecución, que no podrá exceder de tres meses desde su aprobación por el Banco de España. El plan de actuación exigirá informe favorable del FROB en el caso de que en el mismo se solicite apoyo financiero público. El plan contendrá un análisis de la situación de la entidad y un plan de negocio que habrá de contemplar, como mínimo, los objetivos específicos de eficiencia, rentabilidad, niveles de apalancamiento y liquidez de la entidad, así como compromisos específicos en materia de solvencia, mejora de su eficiencia, racionalización de administración y gerencia, mejora de su gobierno corporativo, reducción de costes de estructura y redimensionamiento de su capacidad productiva.

El Banco de España podrá adoptar las medidas necesarias en cuanto tenga conocimiento del incumplimiento de requerimientos por una entidad de crédito. En concreto podrá adoptar las siguientes medidas:

- Requerir al órgano de administración para que convoque, o convocar directamente si este no lo hace, la junta o asamblea general de la entidad y proponer el orden del día y los acuerdos a adoptar.
- Requerir el cese y sustitución de miembros de los órganos de administración o directores generales y asimilados.
- Requerir la elaboración de un programa para la renegociación o reestructuración de su deuda con el conjunto o parte de sus acreedores.
- Adoptar cualquiera de las medidas establecidas en la normativa vigente en materia de ordenación y disciplina.
- En caso de que las medidas anteriores no fueran suficientes, acordar la sustitución provisional del órgano de administración de la entidad.



- Con carácter excepcional, requerir medidas de recapitalización por parte del FROB, siempre que se prevea la capacidad de devolución de las ayudas públicas en un plazo inferior a dos años.

2.2.2. Procedimiento de reestructuración

Se procederá a la reestructuración de una entidad de crédito cuando requiera apoyo financiero público para garantizar su viabilidad y se prevea objetivamente que dicho apoyo será reembolsado en los plazos previstos para cada instrumento. Aunque no se pronostique la devolución, se podrá reestructurar una entidad si se entendiera que su resolución podría provocar efectos gravemente perjudiciales sobre la estabilidad del conjunto del sistema financiero.

Las entidades estarán obligadas a informar inmediatamente de su situación al FROB y al Banco de España, presentando un plan que asegure su viabilidad a largo plazo. El período de ejecución de este plan será como máximo de tres meses desde su aprobación. El FROB podrá requerir modificaciones al plan elaborado por la entidad de crédito, antes de elevarlo al Banco de España, que será el organismo responsable de su aprobación. Con carácter previo, el Banco de España solicitará informe a las Comunidades Autónomas donde tengan su domicilio las cajas de ahorros o cooperativas de crédito involucradas. El FROB elevará a los ministerios de Hacienda y de Economía una memoria económica sobre el impacto financiero del plan de reestructuración que den los fondos aportados con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. El ministro de Hacienda podrá oponerse al plan.

Los instrumentos en los que se apoya la reestructuración de las entidades de crédito se materializan en el apoyo financiero público y la



transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. El plan de reestructuración deberá incluir, además de un análisis detallado de la situación de la entidad, los instrumentos que se vayan a utilizar, las medidas a adoptar para minimizar el uso de recursos públicos y, en particular, las acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital (acciones preferentes, por ejemplo) y deuda subordinada que se vayan a realizar, para asegurar un adecuado reparto de los costes de reestructuración de la entidad. Se deberá especificar el plazo previsto para el reembolso del apoyo financiero que se vaya a proporcionar. El FROB, a propuesta del Banco de España, podrá incluir en el plan de reestructuración cualquier medida de actuación temprana.

La entidad informará al FROB y al Banco de España sobre el grado de cumplimiento del plan con una periodicidad trimestral. El Banco de España declarará finalizado el proceso de reestructuración cuando la entidad deje de encontrarse en las circunstancias que originaron la activación del procedimiento.

2.2.3. Procedimiento de resolución

Procederá la resolución de una entidad de crédito cuando, simultáneamente, la entidad sea inviable (o razonablemente previsible que lo sea en el futuro) y, por razones de interés público, resulte necesario o conveniente acometer la resolución de la entidad, previniendo el riesgo sistémico mejor que con la liquidación mediante el normal procedimiento concursal. Asimismo, procederá la resolución cuando, aun encontrándose la entidad en las circunstancias de activación del procedimiento de reestructuración, la entidad no presentara el plan, no fuera adecuado o lo incumpliera.

Se considerará que una entidad es inviable cuando incumpla de manera significativa los re-

querimientos de solvencia o los pasivos exigibles sean superiores a sus activos o no pueda cumplir puntualmente sus obligaciones y no sea razonablemente previsible que la entidad pueda reconducir la situación con sus propios medios, acudiendo a los mercados o con apoyos financieros públicos.

Cuando una entidad resulte inviable y no resulte procedente su reestructuración, el Banco de España, de oficio o a propuesta del FROB, acordará la activación del proceso de resolución, informando al ministro de Economía y al FROB. Asimismo, informará a la entidad, a los responsables de supervisión bancaria de la Unión Europea y a la Autoridad Bancaria Europea.

Tras la apertura del proceso de resolución, el Banco de España acordará la sustitución del órgano de administración de la entidad de crédito, designando al FROB administrador de la entidad hasta que se complete el proceso de resolución.

El FROB será el encargado de redactar un plan de resolución para la entidad o determinará la procedencia de la apertura de un procedimiento concursal, comunicándolo al Banco de España, al ministro de Economía y al Fondo de Garantía de Depósitos. Este plan de resolución deberá contener, como mínimo, las condiciones sobre las que se sustenta la apertura del proceso de resolución, los instrumentos de resolución ya implementados o que se tenga previsto implementar, así como los compromisos adoptados para minimizar el uso de recursos públicos y las eventuales distorsiones a la competencia que se pudieran generar con esos instrumentos. También se tendrán en cuenta las medidas de apoyo financiero que tenga que aplicar el Fondo de Garantía de Depósitos, la valoración económica de la entidad o de sus correspondientes activos y pasivos, las implicaciones para los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada y el plazo máximo de ejecución del plan. El plan deberá ser aprobado por el Banco de España, previa solicitud de informe a las Comunidades Autónomas donde tengan su domicilio social las cajas de ahorros o cooperativas de crédito involucradas en estos procesos de resolución.

Los instrumentos con que contará el FROB para la resolución de entidades de crédito se concretan en los siguientes:

- La venta del negocio de la entidad.
- La transmisión de activos o pasivos a un banco puente.

— La transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos.

— El apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la sociedad de gestión de activos, en caso necesario.

En este sentido, se entiende por banco puente una entidad participada por el FROB cuyo objeto será el desarrollo de todas o parte de las actividades de la entidad en resolución y la gestión de todo o parte de sus activos y pasivos.

3. La reforma de la Ley de Cajas

Las cajas de ahorros se han visto inmersas en un proceso acelerado de reestructuración, de manera que, incluso antes de que se aprobara el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, afectaba a las tres cuartas partes del sector y que iba a derivar en una importante reducción del número de entidades en beneficio de la eficiencia y de la solidez del propio sistema. Bastantes de estos procesos han contado con apoyo financiero del FROB y se habían materializado a través de la creación de Sistemas Institucionales de Protección (SIP), por lo que estos necesitaban una urgente regulación y en especial su régimen fiscal.

La reforma pretende rediseñar el marco jurídico de las Cajas de Ahorros para que estas puedan acceder a los mercados financieros en las mejores condiciones e impulsar la capacidad de atracción de capital exterior. La reforma se planteaba introducir las modificaciones necesarias para fortalecer dichas entidades, el conjunto del sector financiero y el conjunto de la economía por la vía del flujo del crédito. Para ello se pretende la capitalización de las cajas y la profesionalización de sus órganos de gobierno. En la práctica, la reforma supone la desaparición del modelo anterior de cajas de ahorros, de manera que el negocio bancario ha pasado a ser ejercido exclusivamente por entidades bancarias, con la excepción de alguna pequeña entidad de ahorro y las cooperativas de crédito. Las cajas de ahorros han quedado, de momento, como accionistas de los bancos que ejercen la actividad crediticia, gestionando las obras sociales y, en algunos casos, participaciones accionariales.

3.1. La capitalización de las cajas de ahorros

Uno de los problemas más importantes de las cajas de ahorros para capitalizarse era la ausen-



cia de instrumentos representativos del capital adecuados y homologables en los mercados internacionales de capitales. Para reforzar las posibilidades de captación de recursos, se modifica la regulación sobre las cuotas participativas, transformando su régimen jurídico, dándoles derechos políticos en los órganos de gobierno de las entidades, con el objetivo de hacerlas más atractivas a los potenciales inversores y afianzar su consideración como recursos propios de la máxima calidad.

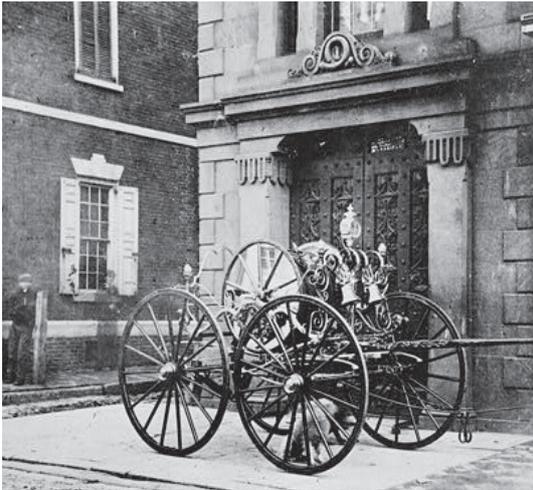
También se pretende un mayor incentivo a la eficiencia de las cajas, gracias a la transparencia que supone la presencia de inversores en el capital y la valoración de los títulos en los mercados financieros. Se destaca como novedad el establecimiento del principio de libertad de emisión de las cuotas sin que deba mediar autorización administrativa previa. En el caso de una fusión recibirán el mismo tratamiento que las acciones en las sociedades anónimas.

3.2. La profesionalización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros

— En esa materia, la modificación de la LORCA tiene como objetivo fundamental la profesionalización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, con el objetivo no expresado de limitar la politización de los mismos. Para ello, destacan las siguientes disposiciones:

— Se definen los órganos de gobierno de las cajas de ahorros: la Asamblea General, el Consejo de Administración, la Comisión de Control, el Director General y las Comisiones de Inversiones, Retribuciones y Nombramientos y Obra Benéfico Social.

— Cuando la caja desarrolle su actividad financiera indirectamente, sus órganos se reducen a la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, refiriéndose la repre-



sentatividad de los distintos estamentos a la entidad que desarrolle su actividad financiera.

— Se limita la representación de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público en los órganos de gobierno a un 40 por ciento del total de los derechos de voto en cada uno de los órganos, teniendo que estar representadas todas las administraciones y corporaciones.

— Se refuerza el concepto de honorabilidad comercial y profesional y se especifican y amplían los casos de incompatibilidad en el ejercicio del cargo en la caja de ahorros y de cargo en las administraciones públicas.

— Se regulan las funciones de la Asamblea General, estableciéndose como norma general la mayoría simple. En los casos de integración de cajas o en los de transformación en fundación y poder así desarrollar la actividad de forma indirecta, se exigirá quórum de asistencia y mayoría de dos tercios de los votos.

— Se da entrada en el Consejo de Administración a los representantes de los intereses de los cuota-partícipes, así como también se refuerza la profesionalidad de los miembros del Consejo de Administración, debiendo estar representados las corporaciones locales, los impositores, las personas o entidades fundadoras y los empleados de las cajas de ahorros.

— Se dota de la máxima seguridad jurídica a los derechos de representación de los cuota-partícipes en los órganos de gobierno, de forma similar a la legislación de las sociedades de capital (derechos de representación, derechos de información y derechos de impugnación).

— Se refuerza la profesionalidad del Director General, definiendo la exigencia de preparación técnica y experiencia adecuadas para ejercer sus

funciones, regulándose, además, las incompatibilidades con el cargo y el régimen de las dietas de asistencia a Consejos por cuenta de la caja.

— Se regula la Comisión de retribuciones y nombramientos, ampliando las funciones de la anterior Comisión de retribuciones que estará formada por cinco vocales del Consejo de Administración elegidos por la Asamblea y la Comisión de Obra Social, que tratará de velar por el correcto cumplimiento de la obra social, independientemente del modelo de actividad de la caja.

— Se regula el Informe de gobierno corporativo, que deberán hacer público con carácter anual, donde tendrán que informar sobre las retribuciones totales de los miembros de todos los órganos de gobierno; de las operaciones de crédito con los miembros de los órganos de gobierno y sus familiares o con empresas con las que estén relacionados; de las operaciones de crédito con los grupos políticos que estén representados en la caja; operaciones de crédito con las Administraciones Públicas; la estructura de negocio, con referencia a las operaciones vinculadas; los sistemas de control de riesgo; el funcionamiento de los órganos de gobierno; y los conflictos de interés que pudieran presentarse.

— Se facilitan las fusiones entre cajas de ahorros, exigiendo que la denegación de autorización sólo pueda producirse mediante resolución motivada cuando la entidad resultante pudiera incumplir cualquiera de los requisitos objetivos previstos en la normativa,

3.3. Los Sistemas Institucionales de Protección (SIP)

Los Sistemas Institucionales de Protección (SIP) fueron regulados inicialmente en la Ley 13/1985, de 25 de mayo. Se considera que varias entidades de crédito integran un sistema institucional de protección cuando, mediante un acuerdo contractual, cumplan los siguientes requisitos:

— Que exista una entidad central que determine con carácter vinculante sus políticas y estrategias de negocio, así como los niveles y medidas de control interno y de gestión de riesgos. Esta entidad central será la responsable de cumplir los requerimientos regulatorios en base consolidada del sistema institucional de protección.

— Que la citada entidad central sea una de las entidades de crédito integrantes del sistema institucional de protección u otra entidad de crédito participada por todas ellas y que formará asimismo parte del sistema.

— Que el acuerdo contractual que constituye el sistema institucional de protección contenga un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades integrantes del sistema que alcance como mínimo el 40 por ciento de los recursos propios computables de cada una de ellas, en lo que se refiere al apoyo de solvencia. El compromiso de apoyo mutuo incluirá las previsiones necesarias para que el apoyo entre sus integrantes se lleve a cabo a través de fondos inmediatamente disponibles.

— Que las entidades integrantes del sistema institucional de protección pongan en común una parte significativa de sus resultados, que suponga al menos el 40 por ciento de los mismos y que deberá ser distribuida de manera proporcional a la participación de cada una de ellas en el sistema.

— Que el acuerdo contractual establezca que las entidades deberán permanecer en el sistema un periodo mínimo de 10 años, debiendo preavisar con, al menos, 2 años de antelación su deseo de abandonar el mismo transcurrido aquel período. Adicionalmente, el acuerdo deberá incluir un régimen de penalizaciones por baja que refuerce la permanencia y estabilidad de las entidades en el sistema institucional de protección.

— Que, a juicio del Banco de España, se cumplan los requisitos previstos en la normativa vigente sobre recursos propios de las entidades financieras para asignar una ponderación de riesgo del 0 por ciento a las exposiciones que tengan entre sí los integrantes del sistema institucional de protección.

Los Sistemas Institucionales de Protección (SIP) ofrecen una herramienta para la agrupación de las entidades de crédito y, en particular, de las cajas de ahorros. En el Real Decreto-ley 11/2010 se refuerza el compromiso de permanencia y estabilidad de las entidades integradas, facultando al Banco de España a realizar una valoración previa al abandono de una entidad del SIP. Se establece que la entidad central debe estar participada por las cajas integrantes en al menos un 50 por ciento de su accionariado y estar constituido como sociedad anónima.

3.4. El ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros

Las cajas de ahorros podrán desarrollar su objeto social de entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que tendrán que aportar su negocio financiero, pudiendo aportar total o parcialmente los activos no financieros adscritos al negocio. Estas nuevas entidades bancarias podrán

hacer referencia en su denominación a los nombres propios de las cajas de ahorros, que permitan identificar su carácter instrumental.

Si una caja de ahorros dejara de tener el control sobre la entidad bancaria a través de la cual ejerce la actividad financiera, de modo que no alcance el 25 por ciento de los votos de la entidad de crédito, tendrá que renunciar a su ficha bancaria (autorización del Banco de España para ejercer la actividad financiera) y transformarse en una fundación especial. Igual tendrán que hacer aquellas cajas de ahorros que ejerzan su actividad financiera a través de un SIP, cuando el porcentaje de votos conjunto de todas las cajas de ahorros sea inferior a ese 25 por ciento. En estos casos, la fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra benéfico social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores (entre las que se incluirán las acciones de la entidad bancaria que ejerce la actividad financiera). La fundación deberá destinar a su finalidad benéfico-social el producto de su patrimonio, así como al fomento de la educación financiera.

4. El Fondo de Garantía de Depósito de Entidades de Crédito

En España, desde 1977, han coexistido distintos fondos por modalidad de entidad de crédito, de manera que se contaba con tres fondos: de bancos, de cajas de ahorros y de cooperativas de crédito, que se dotaban con las contribuciones previas (ex ante) de las entidades adheridas a los mismos.

Los fondos de garantía de depósitos han contado con un doble objetivo o función: por un lado, garantizar los depósitos en dinero (y más tarde también en valores) constituidos en las entidades de crédito; y, por otro, realizar aquellas actuaciones necesarias para reforzar la solvencia y el funcionamiento de las entidades en dificultades, en defensa de los intereses de los depositantes y del propio Fondo. En definitiva esa doble función se identifica con un objetivo inmediato y eventual, la garantía de los ahorros de los depositantes, y un objetivo mediano y permanente, el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero del país, a través de la confianza de los depositantes.

Con el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, modificado en su redacción por la disposición final octava del Real Decreto-ley 24/2012, se procede a la unificación de los tres fondos anteriores en un único fondo, dejando de ser (en la última redacción dada) una



función del mismo el reforzamiento de la solvencia y funcionamiento de las entidades.

4.1. La estructuración del Fondo de Garantía de Depósitos

El nuevo fondo tendrá por objeto garantizar los depósitos en entidades de crédito hasta el límite establecido. Se declaran disueltos los tres fondos preexistentes integrándose sus patrimonios en el nuevo fondo.

Al nuevo fondo pertenecerán con carácter obligatorio todas las entidades de crédito españolas. No estarán obligados ni los Establecimientos Financieros de Crédito ni el Instituto de Crédito Oficial. Se reglamentará cómo se incorporan al mismo las sucursales de entidades de crédito extranjeras operantes en España.

El fondo se nutrirá de las aportaciones anuales de las entidades adheridas, de las derramas que realice el fondo entre las entidades y de los recursos captados en los mercados de valores, préstamos u otras operaciones de endeudamiento. La aportación anual de las entidades de crédito será equivalente al 3 por mil de los depósitos a los que se extiende su garantía, hasta que el patrimonio no comprometido del fondo supere el 1 por ciento de

los depósitos de las entidades adscritas.

El fondo se regirá por una Comisión Gestora integrada por doce miembros, seis designados por el Banco de España (uno de ellos el Subgobernador del Banco de España, que presidirá la Comisión Gestora) y otros seis por las asociaciones representativas de las entidades de crédito adheridas (dos por los bancos, dos por las cajas de ahorros y dos por las cooperativas de crédito). La duración del mandato será por cuatro años renovables.

Las decisiones se adoptarán por mayoría simple, contando el presidente con voto de calidad. No obstante, será preciso mayoría cualificada de dos tercios para el establecimiento de derramas que exijan pagos adicionales o adelantos de las aportaciones anuales.

4.2. Los importes garantizados

En el caso de que una entidad de crédito adherida sea declarada en concurso de acreedores (antiguas suspensiones de pago y quiebras) o que el Banco de España resuelva que una entidad no tiene capacidad de restitución de los depósitos, el fondo satisfará a sus titulares el importe de los depósitos y el importe de los valores e instrumentos financieros depositados en la entidad.



El importe garantizado de los depósitos tendrá como límite la cuantía de 100.000 euros por titular y entidad. El importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del previsto para los depósitos y alcanzará como máximo la cuantía de 100.000 euros por titular y entidad.

4.3. Medidas de apoyo a la resolución de una entidad de crédito

Para el cumplimiento de su función de garantía de los depósitos, el Fondo podrá adoptar medidas de apoyo a la resolución de una entidad de crédito. El Fondo podrá apoyar a las entidades en proceso de resolución mediante el otorgamiento de garantías, la concesión de préstamos o créditos y/o la adquisición de activos o pasivos, manteniendo su gestión o encomendándola a un tercero.

Los costes financieros de estas medidas para el Fondo de Garantía de Depósitos no podrán ser superiores a los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar por realizar el pago de los importes garantizados en caso de liquidación de la entidad. Para facilitar su participación podrá solicitar la información relativa al proceso de resolución al FROB, sometiéndose al deber de secreto.

5. Reforzamiento y saneamiento del sistema financiero

El Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, modificado por la Disposición final séptima del Real Decreto-ley 24/2012, responde a un doble objetivo; por una parte, reforzar el nivel de solvencia de

todas las entidades de crédito y, por otra, acelerar la fase final de los procesos de reestructuración de las entidades. Según el propio Real Decreto-ley, ambos objetivos pretenden garantizar la función principal del sector financiero, es decir, canalizar el crédito a la economía.

5.1. Las medidas de refuerzo de los recursos propios de las entidades de crédito

Se incrementa el nivel de recursos propios mínimos, de tal manera que las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito, que puedan captar fondos reembolsables del público (entidades de depósito) deberán contar con un capital principal (core capital) de, al menos, un 9 por ciento de sus activos ponderados por el riesgo, a partir del 1 de enero de 2013.

Una vez transcurridos los plazos de cumplimiento previstos, se aplicará la normativa vigente sobre incumplimientos de recursos propios recogida en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

El Banco de España podrá exigir un capital principal superior a los porcentajes citados, si las entidades no los alcanzaran en escenarios adversos en la pruebas de resistencia del conjunto del sistema («*stress testing*»)⁹. En el ejercicio de su actividad supervisora, el Banco de España podrá requerir, asimismo, a las entidades contar con un exceso adicional de capital principal.

Por capital principal se entiende la suma de capital, reservas y resultados positivos del ejercicio, primas de emisión, intereses minoritarios, instrumentos suscritos por el FROB y los instrumentos convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito que el Banco de España califique de computables como capital principal, minorada esta suma por el importe de resultados negativos y pérdidas de ejercicios anteriores y del propio ejercicio, los activos inmateriales y del 50 por ciento de los importes de una serie de activos expresamente citados.

Se establece el procedimiento para que las entidades de crédito que a la entrada en vigor del Real

⁹ El 28 de septiembre de 2012 se hicieron públicos los resultados de los cálculos de las necesidades de capital de las entidades de crédito en un escenario adverso, de acuerdo con lo exigido por el Memorando para la ayuda financiera de la Unión Europea al sistema bancario español.

Decreto-ley (y sus modificaciones) no cumplan con el capital principal mínimo, presenten ante el Banco de España, para su aprobación, un plan con la estrategia y el calendario de cumplimiento de los nuevos requisitos de capitalización.

5.2 Las medidas para el saneamiento del sector financiero

Tras la constitución del nuevo Gobierno, se considera que el principal lastre del sector bancario español es la magnitud de su exposición a los activos relacionados con el sector inmobiliario, al haber sufrido un fuerte deterioro, las dudas razonables sobre las valoraciones de estos activos y el aumento de los préstamos calificados como dudosos. Con el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, se tratan de eliminar las incertidumbres sobre los balances de las entidades de crédito con medidas que conduzcan al fortalecimiento del sector financiero y a que se genere crédito para familias y empresas.

Las entidades de crédito tendrán que constituir las dotaciones y contar con capitales adicionales antes del 31 de diciembre de 2012, de acuerdo con un plan de actuación aprobado por el Banco de España, excepto las entidades que lleven a cabo procesos de integración (siempre que el proceso tenga un volumen mínimo, que se incremente el crédito a las familias y pymes o que se coloquen en el mercado activos inmobiliarios propiedad de la entidad) durante este ejercicio 2012, que dispondrán de un plazo mayor (doce meses desde la autorización de la operación).

5.3 Dotaciones sobre activos inmobiliarios sanos

A pesar de que los requerimientos establecidos por el Real Decreto-ley 2/2012 de saneamiento del sector financiero representaron para las entidades de crédito un esfuerzo importante en el ejercicio 2012 (ampliable a 2013 a las que realicen integraciones que supongan modificaciones de carácter estructural), se plantea una segunda reforma del nuevo Gobierno, mediante el Real Decreto 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios, con el mismo objetivo de canalizar el ahorro hacia las empresas y las familias y ayudar a que desaparezca paulatinamente la incertidumbre del sector, aparece este nuevo RDL. Las nuevas medidas se concretan en aumentar el nivel de las coberturas de los préstamos normales (sanos) relacionados con el suelo, la promoción inmobiliaria y la construcción y exigir la retirada de estos activos de los balances de las

entidades.

Sobre el saldo vivo de préstamos calificados como normales a 31 de diciembre de 2011 relacionados con la adquisición de suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, las entidades de crédito tendrán que realizar las siguientes dotaciones, adicionales a las ya existentes:

- El 45 por ciento del saldo vivo de las operaciones hipotecarias para la adquisición de suelo.
- El 22 por ciento del saldo vivo de las operaciones hipotecarias para promociones en curso.
- El 7 por ciento del saldo vivo de las operaciones hipotecarias en promociones terminadas.
- El 45 por ciento del saldo vivo de las operaciones que no cuenten con garantía real.

Estas coberturas sólo podrán ser utilizadas para la dotación de operaciones dudosas correspondientes a estos mismos préstamos. Las entidades de crédito tendrán que tener realizadas estas dotaciones antes del 31 de diciembre de 2012, de acuerdo con un plan de actuación aprobado por el Banco de España, excepto las entidades que lleven a cabo procesos de integración durante este ejercicio 2012, que dispondrán de un plazo mayor (doce meses desde la autorización de la operación). Este plan incluirá un programa de desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios y un calendario de ejecución del mismo. Si como consecuencia de este plan se pusieran de manifiesto déficit de capitales principales o de recursos propios computables, deberán incluir en el citado plan las medidas que tienen previsto acometer para no incurrir en dicho déficit con un plazo de ejecución inferior a cinco meses, pudiendo determinar el Banco de España si se impone la solicitud de apoyo financiero al FROB.

6. Las sociedades para la gestión de activos o «bancos malos»

La figura de la sociedad para la gestión de activos, conocida como «banco malo», surge en el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. En el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, se regula la creación de la correspondiente sociedad de gestión de activos para las entidades participadas mayoritariamente por el FROB o que, a juicio del Banco de España, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución.

6.1. Sociedades para la gestión de activos

Los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas, deben ser aportados por las entidades de crédito a una sociedad anónima, cuyos administradores deberán tener experiencia acreditada en la gestión de activos inmobiliarios. En el caso de aquellas entidades de crédito que hubiesen recibido apoyo financiero del FROB, estas sociedades tendrán como objeto social exclusivo la administración y enajenación de los activos aportados a la misma. Si la entidad está participada mayoritariamente por el FROB o se encuentra en proceso de resolución, no estarán obligadas a aportar los activos adjudicados o recibidos en pago a este tipo de sociedades de gestión de activos.

Con carácter previo a la transmisión, la entidad de crédito realizará los ajustes de valoración de los activos a transmitir. De la misma manera, con carácter previo, el Banco de España determinará el valor de los activos sobre la base de los informes de valoración encargados a uno o varios expertos independientes, siguiendo metodologías comúnmente aceptadas.

Las entidades de crédito que reciban el apoyo financiero del FROB como consecuencia de la aparición de déficit por la aplicación de las nuevas coberturas del Real Decreto-ley 18/2012, dispondrán de un plazo de 3 años para adoptar y ejecutar medidas para que entren inversores significativos en el capital de la sociedad de gestión de activos, de manera que contablemente se les considere como empresa asociada. Estas sociedades estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, el 5 por ciento de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo.

6.2. Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria.

De acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto-ley 24/2012, el FROB podrá obligar a una entidad de crédito a transmitir a una sociedad de gestión de activos determinadas categorías de activos especialmente dañados o cuya permanencia en el balance de la entidad se considere perjudicial para su viabilidad, a fin de dar de baja del balance dichos activos y permitir la gestión independiente de su realización.

El FROB constituirá una sociedad anónima a la que denominará Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria para la adquisición de los activos de aquellas entidades

que determine. Esta sociedad se constituirá por un período de tiempo limitado y con el objeto exclusivo de la tenencia, gestión y administración de los activos que le transfieran las entidades de crédito que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución.

7. Conclusiones

Como se pone de manifiesto en los apartados desarrollados más arriba, la reforma del sistema financiero, puesta en marcha en 2009 por el gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero y continuada por el de Mariano Rajoy, no partía de un plan previo de reformas, sino que ha ido implementándose conforme se iban presentando los problemas, por lo que las disposiciones se han ido superponiendo, modificando, anulando o ampliando, muchas veces sin una dirección clara. Prácticamente todos los reales decretos-leyes modifican a todos los anteriores o directamente los derogan. El resultado final de la reforma, al menos hasta el momento de cerrar este artículo, puede sintetizarse en los siguientes puntos:

— El gobierno cuenta ahora con el FROB, como instrumento de «excepción» para intervenir en las entidades que presenten algún tipo de problema o que se prevea que puedan presentarlo en el futuro, con amplísimos poderes y sometido al control parlamentario.

— El modelo de cajas de ahorros conocido hasta ahora ha desaparecido en la práctica, de manera que prácticamente todo el negocio financiero es gestionado bajo la figura mercantil de «banco», limitándose las cajas de ahorros a gestionar la obra social y a participar en el accionariado de estos bancos. Está pendiente de resolver el grado de control que las cajas puedan ejercer sobre los respectivos bancos.

— Los depósitos de los ahorradores están protegidos nominalmente a través de un solo fondo de garantía cuyas funciones se han centrado en la prestación de esa garantía. Sin embargo, está por resolver la viabilidad financiera de este fondo a medio y largo plazo.

— El nivel de provisiones y de capitalización de las entidades de crédito se ha llevado prácticamente al límite posible con el objetivo de que los mercados, interbancario y de capitales, posibiliten su financiación al margen del propio Banco Central Europeo.

— Respecto al «banco malo» quedan todavía muchas incógnitas por resolver, como el tipo de activos que adquirirá o el descuento en el precio de adquisición. De la solución que se le dé, dependerá no sólo la viabilidad de las entidades participadas por el FROB, sino también del resto de entidades «sanas», ya que arrastrará a todo el mercado por el volumen de activos transmitidos.

La fase final de esta reforma del sistema financiero se ha visto directamente influido por la solicitud de ayuda (rescate) a la Unión Europea para la capitalización de las entidades de crédito con déficit de capitalización y las consiguientes condiciones vinculadas al rescate, concretadas en el Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality (MoU), de julio de 2012. La realización de auditorías y pruebas de esfuerzo en escenarios muy adversos, realizadas en este contexto, han puesto de manifiesto la necesidad de recapitalización de algunas entidades, por lo que se

pondrá en marcha los procedimientos que hemos descrito anteriormente. Este documento es la guía de las nuevas reformas que tendrán que hacerse en los próximos meses.

Referencias bibliográficas

DE LA TORRE, B. y MORAL, V. (2011): «La composición del balance de los bancos centrales», *Extoikos*, n.º 4, págs. 93-96.

PATEIRO, C., GARCÍA, J. M. y NÚÑEZ, R. (2010): «La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera: 2008-2009». Documentos de Trabajo en Análisis Económico, Vol. 9, n.º 3, págs. 1-17. Edit. Colegio de Economistas de La Coruña.

RUIZ, G. (2008): *Un mundo en crisis. Auge y caída de la liquidez y el crédito*. Cámara de Comercio de Málaga.

ENSAYOS Y NOTAS

Promesas de papel: las raíces del mal. La crisis de la deuda según Philip Coggan

José M. Domínguez Martínez

La Obra Social de las Cajas de Ahorros y sus perspectivas de futuro

Manuel Titos Martínez

El modelo económico de la NBA

José A. Díaz Campos

Delimitación del concepto laboral de situación económica negativa a efectos de la extinción del contrato de trabajo

Carmen de Vivero de Porras

Promesas de papel: las raíces del mal. La crisis de la deuda según Philip Coggan

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En este trabajo se realiza una síntesis de la interpretación de la crisis financiera internacional iniciada en 2007 efectuada por Philip Coggan, quien en la obra «Paper promises» analiza los factores que han conducido a una enorme expansión de la deuda y del crédito a lo largo de los últimos cuarenta años. El desmantelamiento del sistema de Bretton Woods en el año 1971, que puso fin a la vinculación de la creación de dinero con las reservas de oro, sentó las bases para una nueva etapa del sistema monetario y financiero internacional, puesto en tela de juicio por la crisis. La tesis central es que, en esta última fase, el mundo ha tenido más éxito en la creación de derechos sobre la riqueza que en la creación de la propia riqueza.

Palabras clave: Crisis financiera internacional; dinero; deuda; Philip Coggan.

Códigos JEL: E40; G01.

1. Introducción: interrogantes ante el desconcierto

Es verdad que en numerosas ocasiones, arrastrados por las poderosas fuerzas de la costumbre y de la inercia, no nos detenemos a filosofar sobre lo cotidiano, a indagar sobre la naturaleza de los elementos que encontramos instalados en nuestra rutina. El dinero, pese a su enorme trascendencia, es una de las piezas que, fuera de los episodios de crisis económica o financiera, tienden a quedar circunscritas a los manuales de teoría económica. En los momentos de penuria es cuando afloran preguntas marcadas por una lógica aplastante, otrora casi reservadas a la curiosidad infantil, preguntas que parecían superfluas en un período pretérito en el que era casi absurdo detenerse en disquisiciones sobre un sistema monetario y financiero que, no solo no planteaba problema alguno, sino que funcionaba con total fluidez, alimentando con abundancia todos los entramados del complejo circuito económico: ¿qué es realmente el dinero?, ¿por qué no se crea dinero de manera ilimitada?, ¿siguen los sistemas monetarios dependiendo del oro?, ¿qué es lo que, si no es así, respalda un billete denominado en dólares o en euros?, ¿existe un límite definido sobre el saldo de la deuda pública acumulada?, ¿quién es el responsable de un crédito que no se puede pagar, el prestatario o el prestamista?, ¿podemos los españoles abandonar el euro y recuperar la peseta?, ¿por qué nos hemos empobrecido tan súbitamente si habíamos acumulado una enorme riqueza inmobiliaria y financiera?...

Mientras asistimos, atónitos, a un curso de acontecimientos negativos que se retroalimentan entre sí de forma desmesurada, atenzados por una amalgama de crisis, dotadas de férreas garras, los sentimientos de pesadumbre emocional dejan, sin embargo, algún hueco para un mínima inquietud intelectual, ávida por encontrar alguna explicación racional acerca del fatídico panorama generado, capaz de poner en jaque los engañosamente sólidos cimientos del edificio europeo. Situados ante un precipicio de insondables consecuencias, es natural que nos planteemos cómo ha podido producirse semejante debacle, cómo ha podido gestarse la mayor burbuja de crédito e inmobiliaria de la historia sin que nadie le pusiera freno, cómo se puede actuar para tratar de superar la depresión, anclados dentro de una unión monetaria...

2. La crisis de la deuda: la visión de Coggan

La etapa que se está viviendo, caracterizada por enormes costes y sufrimientos sociales, ofrece, al mismo tiempo, una experiencia única para extraer consecuencias y lecciones que impidan en un futuro incurrir en errores similares. Es posible que la necesaria perspectiva temporal requerida por los historiadores económicos aconseje esperar algún tiempo adicional a fin de recabar todas las claves, pero, si las vivencias del presente se vislumbran en el contexto de los desarrollos históricos, el manantial de los conocimientos y enseñanzas empieza a brotar con intensidad, especialmente si quien hace

de guía es un cualificado especialista, respaldado por un gran bagaje intelectual basado en tres sólidos pilares: dominio del análisis económico, de la historia económica y de los fundamentos del sistema monetario y financiero. No es frecuente encontrar profesionales que aglutinen un grado de excelencia en las referidas facetas; aún menos lo es hallar a quien sea capaz de transmitir tal arsenal de conocimientos de forma clara y comprensible, sin por ello tener que renunciar al rigor. A ese selecto club pertenece, por derecho propio, Philip Coggan, autor de uno de los más lúcidos e ilustrativos análisis de la crisis financiera internacional iniciada en 2007: «*Paper Promises. Money, Debt and the New World Order*» (Allen Lane, Penguin, Londres, 2011, 294 páginas).

Pretender hacer una reseña de la obra citada, sin embargo, no es una tarea sencilla. La razón no es otra que la dificultad de encontrar párrafos irrelevantes a lo largo de sus trece densos capítulos, precedidos por una introducción igualmente rica en contenidos. Vaya, pues, por delante, una renuncia expresa a la idea de realizar una reseña capaz de dar una visión completa del libro —si es que, con carácter general, hay alguna que pueda llegar a esa difícil o, quizás más correctamente, carente de sentido, meta—. Nuestra pretensión, más modesta, es centrarnos en aquellos aspectos esenciales que ayudan a explicar la génesis de la crisis financiera y también a plasmar las dificultades para su superación. Incidentalmente, aunque renunciando de manera más rotunda a la intención de ofrecer posibles lecciones, es inevitable, aunque solo sea implícitamente, desgranar algunas enseñanzas que conviene no echar en saco roto.

3. La naturaleza y las funciones del dinero

Philip Coggan parte de constatar que el dinero, a lo largo del tiempo, ha sido cualquier cosa, lo que no le impide proponer una definición propia: «el dinero es algo que la gente acepta como pago por los bienes y servicios porque creen que pueden usar los ingresos para adquirir bienes y servicios de otras personas». La definición no agota los tres usos del dinero: servir como medio de intercambio, como unidad de cuenta y como depósito de valor. Tres son, asimismo, las formas conocidas del dinero:

— Metales preciosos: ante una oferta limitada de oro y plata, los gobiernos no podrían crear dinero nuevo. Dada la inexistencia de relación de la oferta de dichos metales con la actividad económica, no podrían sustentar el ritmo de crecimiento de la economía.

PHILIP COGGAN PAPER PROMISES

Money, Debt and
the New World Order

'This book stands way above anything written
on the present economic crisis'

NASSIM NICHOLAS TALEB

'Every page brings a fresh insight
or a new surprise'

TIM HARPORD



— Papel moneda: ya usado por los chinos en el siglo IX, emergió con fuerza en el siglo XVIII, cuando la población y la producción de Europa iniciaron su largo período de crecimiento. El argumento básico para su adopción en lugar del oro era poder crear dinero, de manera que la actividad económica no estuviera restringida por la extracción de metales. Sin embargo, una vez que se acepta la idea de que la moneda puede carecer del respaldo del oro, es difícil decir cuál es su límite superior. Coggan aporta ejemplos históricos del peligro que entraña el uso del papel dinero. El caso de Zimbabwe refleja el caso extremo de la hiperinflación: en este país llegaron a emitirse en 2009 billetes con un valor facial unitario de 100 billones (sic), cuyo valor era realmente de 30 dólares. Siglos atrás, en las revoluciones francesa y estadounidense, la emisión de papel moneda para hacer frente a las deudas fue equivalente al impago de las mismas, ya que los billetes llegaron a quedar sin valor.

— Crédito creado por el sistema bancario: una vez que se aceptó que el oro y la plata no eran las únicas formas de dinero, el sistema financiero moderno se hizo posible.

4. Patrón oro vs. papel moneda

En la última parte del siglo XIX, la mayoría de los países desarrollados se regían por el patrón oro: la cantidad de papel moneda en circulación estaba vinculada a las existencias de oro. Dado



que los gobiernos no disponen de la capacidad de crear oro —sí, históricamente, de explotarlo mediante conquistas bélicas—, el corsé de dicho sistema impedía que pudiese haber precios continuamente crecientes.

En contraposición, el mundo opera hoy día bajo un sistema en el que el dinero puede ser creado sin traba alguna. Por otro lado, Coggan nos recuerda una diferencia crucial entre el sistema actual y el basado en las tenencias de oro: mientras que el oro no representa una obligación de nadie, el dinero actual, ya sea en papel o en formato electrónico, es siempre un derecho frente a alguien. En definitiva, el dinero moderno es deuda y la deuda es dinero. Una de las tesis centrales de la obra comentada es que la historia económica ha sido una guerra entre acreedores y deudores, en la que la naturaleza del dinero ha servido como campo de batalla.

Si tendemos a pensar que el valor de algo es igual al coste de producirlo, que, en el caso de los billetes y del dinero electrónico, es prácticamente nulo, ¿por qué los aceptamos como medios de pago? La respuesta ha de radicar en que tenemos fe en el gobierno que está detrás, dada su capacidad para obtener los impuestos necesarios para dar valor a la moneda. Según Coggan, los modernos billetes bancarios son un derecho sobre la solvencia del gobierno, y pierden su valor solo cuando la fe en la política económica se quiebra enteramente.

En el libro se expone cómo el procedimiento de imprimir billetes para superar apuros de financiación llega a ser una fórmula finalmente inútil, ya que un billete vale cada vez menos: «es como dividir una pizza en trozos cada vez más pequeños. El proceso no crea ningún alimento adicional». Ahora bien, la impresión de billetes no crea más riqueza real a menos que, subraya Coggan, por alguna razón, exista un déficit de dinero en la economía que la haya conducido a una paralización.

5. El germen de la crisis financiera: el derrumbe del sistema de Bretton Woods

La historia del papel moneda es la historia de los tipos de cambio. Los fijos han sido defendidos tradicionalmente por los acreedores, que quieren recibir su dinero en términos reales; los flotantes, por aquellos cuya prioridad es la expansión económica, en vez de los precios estables.

Coggan llama la atención respecto a que, en los primeros setenta años del siglo XX, la mayoría de los países trataron de mantener unos tipos de cambio fijos, primero frente al oro y luego frente al dólar. Durante el período de entreguerras se vivió un intento fallido de retornar al patrón oro. Después de la Segunda Guerra Mundial, fue Estados Unidos el país que estableció, en 1944, las reglas del sistema de Bretton Woods, que reconocía claramente la supremacía del dólar en la economía mundial.

La clave del modelo entonces instaurado era diseñar un esquema que impulsara el comercio internacional, ofreciera alguna estabilidad para el valor del dinero y abordara los inevitables desequilibrios de la posguerra. Los economistas han descrito la elección del sistema de tipos de cambio como un menú en el que pueden elegirse dos de tres opciones, pero no las tres simultáneamente: tipo fijo, libertad de movimiento de capitales y control nacional de los tipos de interés.

Una de las razones por las que el sistema de Bretton Woods llegó a debilitarse con el paso del tiempo fue que el capital encontró vías para eludir los controles. Además, la capacidad de los distintos países para desarrollar una política monetaria independiente acarrió problemas para el sistema de tipos de cambio fijos. Aún así, el sistema logró sobrevivir durante más de un cuarto de siglo, propiciando una etapa de crecimiento económico con reducido desempleo. Sin embargo, aunque la relativa estabilidad de los tipos de cambio jugó un papel positivo, no puede olvidarse el efecto de la



reconstrucción posbélica. Por otro lado, el sistema no fue tan flexible como uno de sus principales artífices, Keynes, había propugnado. Las devaluaciones, vistas como una suerte de humillación nacional, fueron escasas. La rigidez creada fue, a la postre, un lastre para la pervivencia del sistema.

6. La liberación del anclaje del oro

En el mes de agosto de 1971, el entonces presidente Nixon, en un país atenazado por una disminución de sus reservas de divisas, adoptó la decisión trascendental de poner fin a la obligación de la Reserva Federal estadounidense de cambiar dólares por oro a una determinada tasa. Aquella decisión abrió una nueva era en los mercados de divisas. Como destaca Coggan, fue un momento histórico: las monedas de oro quedaban ya solo para los coleccionistas. La emisión de billetes ya no estaba ligada a un nivel dado de reservas de oro; el único vínculo formal entre el mundo del dinero y el oro había desaparecido. Liberados del anclaje del oro, y sin controles de capitales plenos, los tipos de cambio fijo no eran realmente factibles.

Las semillas de la crisis financiera de 2007-08 se encuentran en la revolución de los tipos de cambio acaecida en la primera parte de la década de los setenta del pasado siglo. El abandono de los tipos de cambio fijos llevó a una gran expansión de

los movimientos de capital. En la antigua batalla entre acreedores y deudores, la caída de Bretton Woods fue una victoria de estos últimos, y esto llevó a una explosión de la cantidad de deuda y a una escalada de la inflación.

La era de los tipos de cambio flotantes introdujo un desafío para la economía internacional. En la nueva situación, ni el gobierno ni el banco central dictaban cuál debía ser el tipo de cambio, tarea que pasaba a corresponder a los mercados. Además, se planteaba una cuestión esencial: una vez roto el vínculo con el oro, ¿qué fe podían depositar los prestamistas y los inversores en el papel moneda? Algunos países trataron de continuar el sistema de Bretton Woods en la práctica mediante la ligazón de su moneda con el dólar.

Aunque cabía esperar que los tipos de cambio se ajustasen a los flujos comerciales, dicho ajuste no se ha producido, lo que se ha traducido en una persistencia de los desequilibrios comerciales. En resumen, algo fundamental cambió después de 1971: los tipos de cambio flotantes permitieron mayores déficit comerciales y mayores movimientos internacionales de capital. A su vez, esto estimuló el desarrollo del sistema financiero como oferente de servicios para tales movimientos.

7. El ciclo de las burbujas financieras: formación, alimentación y estallido

Cuando el dinero se expande rápidamente, en un marco de bajos tipos de interés, los precios de los activos (viviendas o acciones) tienden a aumentar, con lo que algunas personas se sienten más ricas. Esto favorece un clima de euforia que puede hacer que la actuación económica de algunos países parezca mejor de lo que es, enmascarando los problemas de competitividad.

El flujo del crédito es vital para una economía, pero, ante una expansión del crédito, no hay garantías de que el resultado sea la creación de nuevas factorías o el avance en la investigación en nuevos medicamentos. Es probable que una parte del nuevo crédito se destine al sector inmobiliario. Coggan admite que la inversión en propiedad inmobiliaria no es enteramente estéril en sentido económico, pero en un «boom» muchos inmuebles responden a fines meramente especulativos. Centrándose en el caso de Irlanda, señala que, mientras se estaban construyendo viviendas, los irlandeses tenían empleos y el resultado fue un rápido crecimiento económico. Sin embargo, desde el punto de vista de la economía a largo plazo, se trataba de una estrategia ruinosa: el país ha que-



dado con casas que nadie quiere y deudas que no pueden ser pagadas. Irlanda, desgraciadamente, no es un caso único.

En un momento dado, solo una pequeña parte del *stock* total de vivienda y de acciones se intercambia. Solamente hace falta una pequeña preponderancia de los compradores sobre los vendedores para que los precios suban. Un montón de personas puede obtener beneficios de papel a partir de una burbuja, siempre que se queden en el papel. Una vez que un número suficiente de inversores se decide a realizar sus ganancias, la burbuja revienta.

Señala con acierto Coggan que, a diferencia de una pompa de jabón, una burbuja de activos tiene efectos duraderos. Cuando se infla, cambia el comportamiento, no solo de los inversores, que enloquecen; también el de los «*policymakers*». Dado que los bancos centrales no dependen del metal, pueden crear dinero del aire. La combinación del papel moneda con las burbujas de los precios de los activos no es una coincidencia fortuita, apostilla el autor, quien incide en que en ningún sentido podría una sociedad ser considerada más rica porque los precios de las viviendas se hayan elevado debido a estándares crediticios más laxos. Un propietario puede convertir su vivienda en efectivo, pero, si lo hace todo el mundo, los precios se desplomarán.

Las burbujas inmobiliarias son comunes y particularmente difíciles de parar, porque tienen un montón de *supporters* cuando se están hinchando (bancos, agentes inmobiliarios, propietarios, políticos, etc.). Los bancos centrales no se preocupan demasiado del proceso mientras el índice de precios al consumo esté bajo, pero se da la circunstancia de que la vivienda no se incluye directamente en dicho índice. Los bancos centrales no consideraron que su tarea era pinchar las burbujas inmobiliarias. El hecho de que tendían a intervenir cuando los mercados caían, pero no cuando subían, fomentó, además, la especulación.

8. La relevancia del sistema bancario: dependencia funcional y riesgos

Coggan, que, en buena lógica, no manifiesta una excesiva simpatía por las entidades bancarias, y naturalmente, aún menos, por algunos de sus nefastos gestores, admite que los bancos pueden ser objeto de un gran oprobio público, pero nos recuerda que la vida moderna sin ellos sería increíblemente difícil de sobrellevar.

Los bancos están en el centro del sistema financiero moderno y cumplen dos de las tres funciones básicas del dinero, como depósito de valor y como medio de intercambio. La razón por la que cundió el pánico en el otoño de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, era el temor a que el sistema bancario se paralizara.

Al igual que un banco es vulnerable a una fuga de depósitos, una economía lo es a una pérdida de confianza en la capacidad de los deudores para pagar sus créditos. Cuanto mayor sea el nivel de la deuda, más perturbadoras serán las crisis de confianza. En esencia, de acuerdo con la argumentación de Coggan, esa es la razón por la que la crisis de la deuda de 2007-08 llegó a ser tan alarmante. Los bancos habían llegado a ser tan grandes en relación con el resto de la economía, que simplemente habían de ser rescatados, a un gran coste. La recesión resultante afectó a las finanzas públicas, de tal manera que la crisis bancaria fue seguida por una crisis de la deuda soberana.

Los banqueros lograron grandes remuneraciones individuales, al tiempo que los costes potenciales para los contribuyentes aumentaban, toda vez que un colapso del sistema bancario devastaría la economía. En este sentido, la industria bancaria se convierte en un contaminante potencial cuando se configuran entidades con riesgo sistémico. La expectativa del respaldo público ante situaciones críticas, el efecto de los sistemas de garantía de



depósitos, la inadecuada regulación del capital y otras deficiencias regulatorias tienden a promover comportamientos que se apartan de una adecuada y prudente gestión del riesgo. Si a todo ello se añade una confianza ciega en los mercados, amparada por una teoría del mercado eficiente desarrollada por el mundo académico, bajo la apariencia, absolutamente engañosa, de solidez y de control basado en sofisticados modelos matemáticos, nos encontramos con que el sistema financiero era en realidad un terreno plagado de minas, a la espera de que algún desencadenante activara sus cargas explosivas.

9. La expansión de la deuda y la asignación de los recursos

A la luz de la tesis defendida en el libro, la crisis puede explicarse en los siguientes términos: hubo una gran expansión del dinero (deuda) para atender el deseo de los consumidores y empresarios de una mayor actividad económica; parte del dinero se utilizó para comprar activos, en forma de acciones y viviendas, cuyo precio aumentó rápidamente; los bancos procedieron, como siempre, a endeudarse a corto para prestar a largo plazo, con el respaldo de las propiedades. El proceso fue demasiado lejos, hasta que llegó el *momento Minsky*, cuando los inversores consideran que los precios no podrán seguir subiendo, desencadenando una espiral en sentido inverso. Cuando dejan de incorporarse nuevos clientes, los esquemas de pirámide se vienen abajo.

10. La crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos

En el libro se aporta una detallada explicación de la gestación de la crisis de las hipotecas «*subprime*» en Estados Unidos. ¿Por qué no se frenó el proceso?, se pregunta Coggan. Porque la mayoría de las partes implicadas tenían un interés en su continuación, es la sencilla respuesta que ofrece. Las interrelaciones entre los títulos de deuda comercializados con la garantía de dichas hipotecas y los instrumentos de seguro de tales emisiones explican la cadena de efectos, amplificadas por el juego de los especuladores, desprovistos de escrúpulos para buscar ganancias aun a costa de hundir naves ajenas. Como se señala en el libro, los detalles pueden ser complejos, pero lo que acabó con muchos bancos y una gigantesca compañía de seguros fue, en su origen, un problema simple: el sistema financiero había acumulado una serie de derechos sobre el parque de viviendas estadounidense, derechos que fueron valorados colectivamente mucho más que las propias casas; cuando esto se hizo evidente, el valor de algunos de tales derechos se volatilizó.

11. La experiencia del euro: una manzana envenenada para los países periféricos

En los primeros años de vida del euro, la pertenencia a la moneda única era una fuente de beneficios para los denominados países periféricos, cuyos costes de endeudamiento convergieron

con los de Alemania, al tiempo que ponían fin a la inestabilidad de los tipos de cambio, evitando así el riesgo de cambio que anteriormente amenazaba las inversiones exteriores en tales países. Pero, según apunta Coggan, tales países estaban asumiendo la política monetaria de Alemania sin tener una inclinación similar por el ahorro y la competitividad industrial. El resultado de dicha asimetría fue la generación de fuertes expansiones de la construcción alimentadas por el crédito o por déficit comerciales persistentes.

La política monetaria de talla única aplicada por el Banco Central Europeo llevó a que los tipos de interés fuesen demasiado bajos para algunos países, creando grandes expansiones inmobiliarias. Bajo el patrón oro, tales países habrían sufrido un drenaje de sus reservas, forzándoles a tomar alguna acción (subida del tipo de interés) para atraer el oro. Con tipos de cambio flotantes, habrían devaluado sus tipos de cambio para hacer más competitivas sus exportaciones. Dentro de un área monetaria óptima, los trabajadores habrían emigrado a las áreas de salario más elevado. Sin embargo, en el contexto del área del euro ninguna de estas cosas sucedió. Lenta, pero inexorablemente, los países periféricos llegaron a ser cada vez menos competitivos.

Las implicaciones han sido calamitosas debido a la falta de una ruta de salida. Al no poder reducir costes devaluando sus monedas, su única opción era restaurar la competitividad a través de una penosa austeridad, sentencia Coggan.

12. El problema estructural de la deuda acumulada

Todo acto de endeudamiento o, su otra cara de la moneda, de préstamo es, ante todo, un acto de confianza. Durante una gran parte de los últimos cuarenta años, la confianza, en el ámbito de los países occidentales, ha estado bien situada, según Coggan, y la economía ha funcionado bien. Pero, de pronto, nos hemos dado cuenta de la magnitud de la deuda que se ha ido acumulando y hemos empezado a preocuparnos de cómo se pagará. Hemos tomado conciencia, de manera dolorosa –las experiencias del pasado se antojaban meras anécdotas irrepetibles–, de que los precios de los activos no solo pueden dejar de crecer, sino que pueden derrumbarse. La confianza imprescindible para las actividades de endeudamiento y de préstamo se ha quebrado, desencadenando un drástico cambio de comportamiento entre todos los agentes económicos, que, a semejanza de un alud de nieve, es capaz de sepultar el aparato económico.

De forma palmaria y descarnada, sin ningún tipo de edulcorante, Coggan sostiene que las deudas acumuladas a lo largo de tan dilatado período no pueden ser pagadas íntegramente y no lo serán. Las poco halagüeñas perspectivas económicas, dificultadas por las tendencias demográficas en curso, impedirán a una serie de países altamente endeudados crecer lo suficiente para atender el servicio de la deuda. Desde episodios de impagos efectivos explícitos («*defaults*») hasta otras alternativas profusamente utilizadas a lo largo de la historia, basadas en la devaluación de las divisas o en la inflación, se vislumbran en el horizonte.

13. La solución a las crisis de deuda: ganadores y perdedores

Las deudas de un país son, en última instancia, deudas de sus contribuyentes. Una nación que incurra en un déficit grande y prolongado no tendrá más remedio que elevar los impuestos; por otro lado, si se expande la oferta monetaria a una tasa superior a la de crecimiento económico, disminuirá el valor de la riqueza de los ciudadanos por la vía de la inflación. En ambos casos, según Coggan, los ricos serán los perdedores, en tanto que los más pobres, que se benefician en mayor medida del gasto público, o quienes pagan pocos impuestos, serán los ganadores. Sin embargo, si se opta por equilibrar el presupuesto mediante la disminución del gasto público o si se elimina la inflación elevando los tipos de interés, el reparto de las ganancias y pérdidas será diferente.

En el libro se repasan los episodios históricos de «*default*» de la deuda soberana. Para Goggan, el triunfo del régimen parlamentario en Inglaterra y Holanda fue vital para el éxito económico y político de ambos países, en los que fue posible establecer unas finanzas públicas sobre una base sólida. Los inversores podían estar seguros de que el gobierno no incumpliría, ya que ello le haría perder su apoyo. En contraposición, las monarquías absolutas de Francia y España combinaron su fracaso en generar ingresos impositivos con un tratamiento arbitrario de los acreedores.

Las cifras de la deuda pública son importantes, pero representan solo una parte de la escena. Según el autor, editor de la sección de mercados de capitales de *The Economist*, los políticos han hecho promesas en el sentido de cubrir las pensiones de los jubilados (llega a calificar el sistema de pensiones de reparto como un claro ejemplo de sistema piramidal), de atender las necesidades sanitarias de los mayores y de garantizar las deudas de los bancos y de otras compañías. Promesas de papel,



formuladas en ocasiones sin calibrar su sostenibilidad financiera a largo plazo.

14. La complicada salida de la crisis

A raíz de la quiebra del sistema de Bretton Woods, se gestó una victoria para quienes creían que la función primaria del dinero es ser medio de intercambio, no depósito de valor. Prueba de ello es que el papel moneda carece de valor intrínseco. El sistema global generado ha durado cuarenta años.

A lo largo del libro, su autor muestra reiteradamente su reconocimiento hacia Keynes, algo difícilmente sorprendente dada la trascendencia de sus aportaciones a la ciencia económica. Entre otros aspectos, pone de relieve una cuestión crucial que subyace al debate actual acerca de la forma de sortear la crisis económica: la naturaleza circular de la economía, que da lugar a que las decisiones individuales, que pueden ser adecuadas, si se adoptan por muchos agentes económicos, acaban teniendo consecuencias colectivas que pueden atrapar la economía en círculos viciosos. La frugalidad y el ahorro pueden ser buenos a escala individual, pero, en determinadas coyunturas, pueden tener efectos globales depresivos.

Respaldados por este bagaje doctrinal, los economistas de corte keynesiano proclaman la necesidad de recurrir a estímulos fiscales cuando la economía está en recesión, a fin de crear un círculo virtuoso de demanda, empleo y recaudación tributaria. En una posición doctrinal opuesta, no faltan economistas que consideran que el gasto público implica desviar recursos del sector privado y que un déficit actual ha de tener la contrapartida de mayores impuestos futuros. Sin embargo, la compleja situación vivida actualmente, caracterizada por una agregación de crisis diversas, en países que se ven maniatados por las restricciones derivadas de su pertenencia a una unión monetaria y con un sistema financiero dependiente de la financiación exterior, descarta casi por completo que se pueda recurrir a argumentos y recetas simplistas, de uno u otro signo.

15. El conflicto entre acreedores y deudores: la búsqueda de un equilibrio

Coggan advierte de las consecuencias negativas que puede tener tensar en exceso la cuerda en el conflicto entre acreedores y deudores, en un sentido u otro. La búsqueda de un equilibrio apropiado es, pues, de suma importancia. Una novedad de la situación actual es que haya tantos países con problemas de deuda al mismo tiempo, sin que

haya habido una guerra como desencadenante. El mundo está también disfrutando de los tipos de interés más bajos de la historia, en unos niveles acordes con una era de patrón oro, pero sin que exista ningún límite a la capacidad de crear más dinero.

Coggan alerta acerca de los errores cometidos en la crisis de los años treinta del siglo XX. Los intentos de reequilibrar los presupuestos agravaron la crisis, abocando a lo que Fisher identificó como una trampa deflacionaria: para tratar de hacer frente a sus deudas, los deudores vendían sus activos, forzando así la caída de los precios y haciendo que sus problemas de deuda fuesen mayores. El otro gran error fue el proteccionismo, que dio lugar a una caída del comercio mundial. Los aranceles hicieron poco para proteger la cuota de cada nación en el pastel; solo lograron que el pastel fuese más pequeño.

16. El coste de las promesas de papel incumplidas

Manifiesta asimismo su preocupación por la gran escala de las deudas acumuladas, especialmente en un escenario de bajo crecimiento económico, en el que, además, habrá de aumentar la carga tributaria, en tanto haya que pagar intereses por tales deudas y cubrir las prestaciones de las personas mayores. Las generaciones más jóvenes han tenido que pagar históricamente las deudas de las anteriores. Un aspecto clave en los últimos trescientos años ha sido que cada generación era mayor que la precedente. El envejecimiento de la sociedad en el mundo desarrollado implica que esta premisa ya no se cumpla.

Partiendo de una situación de elevado endeudamiento como la actual, la necesidad de los deudores de ajustarse para hacer frente a sus compromisos implicará un menor incremento de la demanda global y, así, un menor crecimiento económico. Esta sería, según Coggan, la versión más benigna; lo más probable es que muchos deudores no puedan pagar y el resultado podría ser una caída sustancial en el nivel de vida.

En la argumentación final sobre la génesis de la crisis expuesta en el libro, que no puede escapar al eclecticismo, al nutrirse de puntos de vista a veces contrapuestos, Coggan suscribe la visión de la escuela austríaca: el problema radica en que el capital ha sido mal asignado, al canalizarse fundamentalmente hacia el sector inmobiliario. Los integrantes de la escuela austríaca no nos aportan una solución muy reconfortante: según ellos, no hay nada que hacer al respecto, sino dejar que los precios y los salarios caigan para ajustarse a la nueva realidad, lo que hace que sea inevitable un período de estancamiento.

Coggan trae a colación los casos de Grecia y Argentina como ejemplos de que la fijación de una moneda de una economía débil respecto a la de otro fuerte es un error, a menos que la primera emprenda reformas fundamentales para mejorar su competitividad y anular los desequilibrios financieros.

17. Hacia un nuevo orden internacional

El mundo desarrollado ha hipotecado su futuro con una apuesta loca sobre los precios de los activos y una excesiva apelación al sector financiero. Algo ocurrirá, según Coggan, pero puede llevar diez o quince años, y no necesariamente será algo del gusto occidental. Emergerá un nuevo orden, que tendrá el sello de China.

En los últimos cuarenta años, el mundo ha sido mucho más exitoso en crear derechos sobre la riqueza que en la creación de riqueza. La deuda se ha disparado. Los deudores han hecho promesas para pagar que es improbable puedan cumplir. Romper esas promesas de papel provocará un trastorno económico, que hará sufrir tanto a los deudores como a los acreedores. Estamos ante una crisis severa como la que acabó con el patrón oro y la del fin de los tipos de cambio fijos en los años setenta. La economía global está cambiando, pero, para muchos, no será para mejor, es el sombrío vaticinio que nos traslada Coggan.

La Obra Social de las Cajas de Ahorros y sus perspectivas de futuro

Manuel Titos Martínez

Resumen: El artículo se inicia con una reflexión histórica en la que se analizan brevemente los orígenes sociales de las Cajas de Ahorros en España y cómo dicha orientación se ha ido configurando jurídicamente, dando paso desde los años ochenta del pasado siglo a una preferencia de la dotación de los recursos propios frente a la Obra Social, hasta ese momento preferente. Contiene unas notas, nunca realizadas hasta ahora, sobre la cuantificación de la dotación para Obra Social desde 1947 y la inversión realizada por la misma, y termina con una reflexión sobre las perspectivas de futuro, en un contexto de crisis, que ha afectado principalmente a las Cajas de Ahorros y en la que el sistema financiero español se halla en una situación tan convulsa que, en el momento en que se escriben estas líneas, es difícil anticipar cuál será el modelo en el que finalmente terminará.

Palabras clave: Cajas de ahorros; obra social; sistema financiero; crisis bancaria.

Clasificación JEL: G21.

1. Función financiera y vocación social¹

La vocación social de las Cajas de Ahorros españolas ha sido constante desde sus momentos fundacionales, allá en los comienzos del régimen liberal, en 1837. Lo fue, en primer lugar, por el origen que tuvieron, ya que las primeras (Madrid o Granada, por ejemplo) fueron promovidas por Montes de Piedad previamente existentes. En segundo, por el origen de sus recursos fundacionales, consistentes en la mayor parte de las ocasiones en aportaciones sin ánimo de lucro y sin obligación de devolución. En tercero, por la forma organizativa que adquirieron, lo más parecido a lo que hoy sería una fundación y por su conceptualización como entidades de beneficencia. Y, en cuarto lugar, por la orientación de su operatoria, es decir, por sus propios fines institucionales, dirigidos entonces a la promoción de la «virtud» del ahorro, entre las clases más modestas de la sociedad, entendido éste como un factor de regeneración de dichas clases sociales, y la concesión de préstamos a la tasa de interés más reducida posible, aceptando en garantía alhajas, ropas y otros efectos de valor seguro, con lo que,

¹ El autor agradece a José Manuel Moreno Molino la lectura del borrador de este trabajo y las sugerencias que se han derivado de la misma.

al margen del propio servicio que se prestaba, se intentaba combatir el problema de la usura, mal endémico de todos los tiempos y particularmente desde la liberalización de las tasas de interés realizada por el triunfante liberalismo del siglo XIX.

Pero, pese a que fuera esa su principal razón de existir y que coincidiera, además, con su más importante acción social, pronto hizo aparición la oficialización de la aplicación social de sus excedentes, regulada por primera vez mediante el Real Decreto, de 29 de junio de 1853, en cuyo artículo 33 se determinó que los mismos, cuando los hubiera, se dedicarían a compensar las pérdidas que se produjeran en los Montes de Piedad, a formar un fondo de emulación o de recompensa a los jornaleros más constantes en el hábito del ahorro, a desempeñar las prendas de menor cuantía gratuitamente y a incrementar los intereses abonados por las Cajas a sus clientes.

Más difusa está esta concepción en la Ley de Cajas de Ahorros, de 29 de junio de 1880, la primera con tal rango en España, pues si bien la ley consideraba a las Cajas como instituciones de beneficencia, dejaba, sin embargo, la interpretación sobre los límites de la misma a la competencia

concreta de sus Consejos de Administración. En nada modificaron esta situación los Estatutos del Ahorro, promulgados durante la Dictadura de Primo de Rivera, en 1926 y 1929. Fue finalmente el Estatuto republicano de 1933 el que determinó el alcance social concreto de las Cajas, al establecer que un porcentaje de los beneficios anuales comprendido entre el 50 y el 75 por 100 deberían las Cajas dedicarlo a realizar una acción coadyuvante del Estado, a través de una Obra Social, benéfica y cultural complementaria de su actuación fundamental.

En 1947 se anunció la necesidad de que la Obra Social de las Cajas se desarrollase de acuerdo con un plan conjunto y, poco después, en octubre de este mismo año, una nueva norma legal vino a regular de manera bastante estable, 30 años, esta cuestión, al determinar los sectores de preferente atención (instituciones sanitarias, escolares, culturales y construcción de viviendas); el porcentaje de dotación se estableció entre el 25 y el 50 por 100 de los beneficios anuales, a criterio del Consejo de Administración de cada Caja, y de esta cantidad se destinaría el 85 por 100 a lo que se denominó Obra Social propia y con el 15 por 100 restante se crearía un fondo común que quedaría a disposición del Ministerio de Trabajo, cuya titularidad ostentaba entonces Girón de Velasco, para la realización de una obra conjunta a escala nacional. Las Universidades Laborales se financiaron con este fondo, si bien las Cajas nunca recibieron información satisfactoria del Ministerio sobre la aplicación del mismo, que se mantuvo en vigor hasta 1977 y que, globalmente, supuso una «subvención» o impuesto extra fiscal del Ministerio de Trabajo por importe de 7.425 millones de pesetas corrientes.

Desde los comienzos de la Transición se iniciaron una serie de recomendaciones del Banco de España que poco a poco se fueron especificando (Circular n.º 39, de 15 de diciembre de 1978) encaminadas al fortalecimiento de los recursos propios de las Cajas, reservas y fondos para insolvencias, en detrimento, como es lógico, de las dotaciones que se venían realizando a obras sociales. Dichas recomendaciones iniciales tuvieron su concreción jurídica en 1983 (Rel Decreto, de 9 de marzo de 1983), cuando se estableció el porcentaje mínimo de dotación a reservas entre el 50 y el 80 por 100 de los beneficios anuales, según el coeficiente de garantía de cada entidad. Y esta política de capitalización se vería aumentada aún más en 1985 mediante la ley de 25 de mayo sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de



información, que obligó a reestructurar la Obra Social de la mayor parte de las Cajas españolas.

Inicialmente, el coeficiente de garantía se estableció mediante la relación entre los recursos propios, principalmente las reservas, y los recursos ajenos, los depósitos. Este se transformó pronto en coeficiente de solvencia, medido como la relación entre los recursos propios y las inversiones de riesgo (créditos y valores), que se fue progresivamente tecnificando e incrementando, con la intención de amortiguar cualquier situación de peligro empresarial o sectorial. Mediante el mismo, las Cajas de Ahorros pudieron sortear con éxito la crisis industrial de los años ochenta, que se llevó por delante a una parte muy importante de la banca española, y la crisis de los noventa, que afectó ya a las Cajas de Ahorros, que se resolvió mediante un primer proceso de concentración sectorial. Por lo que se ve, no podrán resolver la crisis presente sin una reconfiguración que las volverá irreconocibles en relación con su pasado.

2. Cuantificación económica de la Obra Social

De acuerdo con los datos anteriores, es en el año 1947 cuando se realizó una regulación normativa precisa sobre el destino de los beneficios de las Cajas de Ahorros, sobre la dotación de los mismos para alimentar su Obra Social y sobre el destino que habría de darse a la misma. También es



el año a partir de cuando existe información normalizada al respecto. Puede ser, por consiguiente, relevante y clarificador intentar llevar a cabo una cuantificación de unas y otras magnitudes, de manera que las reflexiones cualitativas estén refrendadas por los datos reales.

Analizando la información disponible², puede decirse que en los sesenta y cuatro años que discurren entre 1947 y 2010³ las Cajas de Ahorros españolas han obtenido unos beneficios totales antes de impuestos⁴ de 14,9 billones de pesetas corrientes, equivalentes a 23,1 billones de pesetas constantes o, lo que es lo mismo, 138.623 millones de euros, de acuerdo con el valor del mismo a 1 de enero de 2012⁵.

De esa cifra total y a lo largo de todo el periodo, las Cajas han destinado a Obra Social la importante cifra de 3,4 billones de pesetas corrientes, 5,8 billones de pesetas constantes, equivalentes a

34.908 millones de euros en valores de 2012. Es decir, exactamente el 25 por 100 de la totalidad de sus beneficios antes de impuestos ha sido la cantidad asignada para Obra Social.

Este porcentaje es un promedio de un largo periodo en el que la intensidad de la dotación ha sido variable, en función de la política de las propias Cajas pero, más aún, de las directrices que se les han marcado desde las autoridades monetarias. Es posible, así, hablar de tres etapas: una primera que llegaría hasta 1975, en que la dotación para Obra Social está situada anualmente entre el 45 y el 50 por 100 de los beneficios totales antes de impuestos, superando, en ocasiones, el 50 por 100 de dichos beneficios (1951, 1954, 1959, 1960, 1969, 1970 y 1973). Las recomendaciones de reforzamiento de los recursos propios por parte del Banco de España comienzan a notarse a partir del mismo año 1975, de manera que, durante la década siguiente, esta dotación va a ir paulatinamente descendiendo hasta convertirse en la mitad, en torno al 25 por 100 de los resultados. Finalmente, una tercera etapa tendría lugar desde mitad de los ochenta, cuando las obligaciones impuestas, ya bajo forma de ley, hicieron descender la asignación a Obra Social por debajo del 20 por 100 de los beneficios anuales, situación que se va a sobrepasar ya en pocas ocasiones (2002-2005 y 2008-2010). Y es que los beneficios comienzan a moderarse e incluso a disminuir a partir de 2002, pero no lo hacen las obligaciones contraídas por la Obra Social, lo que lleva a un incremento proporcional de la dotación.

² Titos Martínez (1990), (2001) y (2003) y CECA(2012).

³ No se dan los datos de 2011 porque no se ha publicado el Anuario correspondiente a dicho año.

⁴ Se utiliza la magnitud «Beneficios antes de impuestos» porque durante todo el siglo XX fue la cifra más relevante, frente a la de «Beneficios después de impuestos» que es la que ahora se utiliza como de mayor referencia. Por otra parte, a nuestro juicio, el impuesto de sociedades es una aplicación del beneficio, como lo son las reservas o la dotación a Obra Social, por lo que, aun con el riesgo de que la búsqueda de estas magnitudes en la cuenta de resultados pueda producir algún pequeño error, la consideramos preferible para este análisis.

⁵ Se utiliza para actualizar el valor monetario el deflactor implícito del Producto Interior Bruto a precios de mercado elaborado por Prados de la Escosura (2003) para el periodo 1947-2000. Para 2001-2011, el incremento del IPC, según el Instituto Nacional de Estadística.

Por otra parte, convendría distinguir entre dotación para la Obra Social y gasto real efectuado por la misma y, al respecto, hay que decir que las Cajas han consumido prácticamente la totalidad de su dotación, incluso más, si lo expresamos en moneda corriente. Así, si la dotación ha sido de 3,4 billones de pesetas corrientes en todo el periodo, el gasto ha alcanzado los 3,7 billones (el 107 por 100), aunque si lo expresamos valores monetarios constantes a enero de 2012, la dotación ha sido de 5,8 billones de pesetas (34.908 millones de euros) y el consumo de 5,7 billones (34.458 millones de euros), equivalentes al 99 por 100 de la dotación.

Y, como en el análisis anterior, hay tres etapas. Una, hasta 1975, en la que el gasto anual viene a equivaler a un 50 por 100 de la dotación, produciéndose, en consecuencia, unas reservas de la propia Obra Social muy estimables. Una segunda entre 1976 y 1982, en la que el gasto anual se incrementa hasta el 90 por 100 aproximadamente de la dotación, y, una tercera, desde entonces, en la que el gasto suele superar muy ampliamente la dotación anual a costa de las reservas constituidas o contando con la aportación de otros recursos, públicos o privados, que han permitido un incremento de las actividades sociales.

No es posible entrar aquí en el análisis de este gasto, pero sí decir que, si en los primeros años analizados las áreas docente o sanitaria ocupaban un lugar preferente en la asignación de recursos, a medida que ambas fueron satisfaciéndose ampliamente por el sector público, las Cajas orientaron su Obra Social hacia sectores menos atendidos por las políticas gubernamentales, que generaran menos compromisos de mantenimiento futuro y permitieran una mayor visualización de su actividad, de manera que, desde los años noventa, las áreas asistencial y cultural han sido las más beneficiadas frente a la docente y sanitaria, que lo fueron antes, incorporándose ahora nuevos campos de actuación social, como pudieran ser la investigación, el patrimonio artístico o las actuaciones a favor del medio ambiente⁶.

Este cambio de orientación se ha producido junto con un cambio muy importante en su estructura, que ha llevado a permutar obra propia y estable, con instalaciones y empleados, por obra en colaboración, orientada a la política de actividades efímeras o de subvenciones sin compromisos duraderos. Pero es que, además, esa discrecionalidad ha favorecido el clientelismo y las posibilidades de utilización de la Obra Social, al



servicio de intereses que no siempre han sido los más rentables para la institución.

Ese cambio de rumbo ha posibilitado que, desde finales de los ochenta del pasado siglo, Comunidades Autónomas, Diputaciones y Ayuntamientos, se hayan lanzado sobre los recursos de la Obra Social de las Cajas, que se han convertido en buena parte en financiadoras de actividades ajenas, con una notable pérdida de imagen propia en lo que se refiere a dinamizadores sociales y en perjuicio de las actividades que pudieran surgir de su propia iniciativa o del sector privado, el otro gran perjudicado por esta situación. Las Cajas, de esa forma, están contribuyendo dos veces al funcionamiento del sector público: primero, a través del impuesto de sociedades; luego, a través de la cesión de una parte de sus fondos sociales, con los que Ayuntamientos y Consejerías han hecho frente a sus programas de cultura, ocio y atención social.

3. ¿Qué será de las Cajas de Ahorros y de su Obra Social?

Como se ha apuntado ya en este mismo artículo, la incertidumbre existente en estos instantes sobre el futuro de la Obra Social, sobre las Cajas de Ahorros y sobre el propio sistema financiero español, solo permite hacer algunas conjeturas que tienen que ver más con el trabajo de adivino que de historiador. Sin embargo, es posible intuir que los problemas se pueden agrupar en torno a unas cuantas cuestiones esenciales.

En primer lugar, la propia supervivencia de las Cajas de Ahorros. Por razones que no caben en este artículo, pero que tienen que ver con su forma de gobierno, con la orientación de sus inversiones y con un sobredimensionamiento del riesgo concentrado en el sector de la construcción, las Cajas no han podido o no las han dejado resolver su situación de crisis actual y se han visto abocadas a

⁶ Antares Consulting (2011a), y(2011b).



un proceso de reconversión que, en el momento en que se escriben estas líneas, se halla falto aún de abundantes concreciones, pero que las ha eliminado de manera abrupta del sistema financiero español, al menos, tal como hasta ahora las hemos conocido. Era bastante difícil explicar en el mundo un caso tan atípico: que unas instituciones sin accionistas, y gobernadas de manera tan atípica, controlaran hasta el 55 por 100 de la cuota de mercado de depósitos bancarios en España.

Por problemas objetivos en sus propios balances o por metodología contable relacionada con un incremento constante del coeficiente de solvencia en unas instituciones que, recordémoslo, no tienen accionistas y no pueden incrementar por esa vía sus recursos propios, las Cajas, por sí solas, cuando han tenido tamaño suficiente o asociadas en diversos grupos, han tenido que crear Bancos a los que han traspasado su actividad financiera, habiendo quedado las Cajas como accionistas de dichos bancos en proporción a la parte de negocio que cada una ha aportado. Así, se ha pretendido dar tranquilidad a los mercados exteriores: ya hay unos accionistas que puedan responder con sus recursos de una mala gestión. Las Cajas han conservado el patrimonio y la actividad de la Obra Social y se espera que con los beneficios que les aporte el ser accionistas del Banco, podrán seguir financiando la misma, organizada jurídicamente en régimen fundacional.

Pero las Cajas no tienen por qué ser accionistas exclusivos de esos Bancos. Lo puede ser el Estado, si es que recurre por esa vía a inyectar capital para reforzar los recursos propios, o lo pueden ser los particulares, si es que se encuentra quienes quieran serlo. De hecho, entre las condiciones del «rescate bancario» que por valor de cien mil millones de euros negocia actualmente España con la Unión Europea, ya se ha explicitado en el memorándum la condición de que las Cajas pierdan el

control de sus propios Bancos en caso de que estos decidan solicitar parte de esa ayuda para reforzar sus recursos propios, algo que, salvo excepciones, parece inevitable.

Pero podría darse el caso —¿por qué no?— de que una vez excluidas de su gestión, las Cajas decidieran deshacerse de la propiedad de las acciones de los Bancos por ellas creados e invertir sus recursos en otros sectores de actividad, con lo cual podríamos encontrarnos con la extraña situación de que una Caja de Ahorros sea una fundación que tiene unos recursos heredados de la «historia» por su actividad financiera, que ha invertido en acciones de sociedades eléctricas o de comunicaciones, con cuyo resultado realiza las actividades sociales que su patronato determine, pero ya sin ninguna vinculación con el sector financiero, del que habrán resultado siendo totalmente barridas. Eso, si queda capital que invertir, porque las diferentes medidas del valor de sus inversiones crediticias e inmobiliarias y unas crecientes e inalcanzables exigencias de solvencia las pueden llevar antes a su extinción integral al no quedar patrimonio alguno que repartir.

En este proceso de bancarización, de aumento de tamaño y de deslocalización, se habrán quedado en el camino muchos de los factores que contribuyeron al éxito de las Cajas: su apego al territorio, su extensa red de sucursales, que tanto ha contribuido a la difusión de los servicios financieros en España, y la importancia y la proximidad de su Obra Social como elementos de una fidelización de la clientela que habrá perdido, desgraciadamente, su razón de ser.

Lo que también está claro es que, en el contexto de crisis actual, los beneficios de los nuevos Bancos no crecerán como en las etapas anteriores y que, si es que existen, tendrán que destinarse a atender obligaciones crecientes de dotación para el reforzamiento de garantías, en un proceso que se presume más largo de lo inicialmente esperado y todo ello en detrimento de la dotación hasta ahora realizada para Obra Social. Naturalmente, existe la posibilidad de buscar recursos externos, pero la misma es más teórica que real, porque en la situación actual casi nadie los tiene y porque lo que todo el mundo espera, tanto desde el sector público como del privado, es recibir la ayuda de la Obra Social de las Cajas y no lo contrario.

Aquellas Cajas de Ahorros que sobrevivan, porque partieron de una situación de solvencia favorable y disponían de un tamaño suficiente para absorber las cornadas de la crisis, o porque han

reaccionado a tiempo y se han subido a un carro bien conducido que terminará saliendo del barrizal, tendrán que adaptar también su Obra Social a las nuevas circunstancias, cuantitativas por supuesto, pero también de índole cualitativa, tanto en la selección de sus objetivos, como de sus destinatarios, más aún cuando el déficit ha llevado a establecer importantes recortes del gasto público con graves repercusiones en todos los ámbitos, pero, principalmente, en los desempleados y en los dependientes. Vivimos ahora en una sociedad a la que la crisis actual ha golpeado duramente y sus necesidades, ni en intensidad ni en orientación, no son las mismas que las existentes hace apenas cinco o diez años. Detectarlas y contribuir a su resolución, alineándose con las auténticas prioridades de la sociedad, algo que no siempre ha ocurrido, es el camino que habrán de recorrer las Cajas pero con profesionalidad en su gestión y con criterio propio en su orientación, es decir, sin que las nuevas fundaciones sociales se limiten a apuntalar con sus presupuestos las iniciativas, tantas veces puramente clientelares, de las instituciones políticas.

Referencias bibliográficas

CECA (2010): Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros, Madrid, CECA, 1983-2010.

ANTARES CONSULTING (2011a): «Impacto de

la transformación de las Cajas de Ahorros sobre los servicios sociales en España», Flash tendencias, n.º 2, 22 de septiembre.

ANTARES CONSULTING (2011b): «La Obra Social de las Cajas de Ahorros y el Tercer Sector Social: La evolución de una realidad sólida», 8 de junio (Disponible en http://www.antares-consulting.com/es_ES/UnitatS/PublicacionesUnidadSocialySociosanitario).

PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2003): El progreso económico de España, 1850-2000, Fundación BBVA, Bilbao.

TITOS MARTÍNEZ, M. (1990): «El papel de la Obra Social en el contexto económico de las Cajas de Ahorros», en LÓPEZ YEPES, J. y otros: La Obra Social de las Cajas de Ahorros Españolas. Orígenes y evolución histórica, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Madrid, págs. 61-135.

TITOS MARTÍNEZ, M. (2001): «Cajas de ahorros y Obra Social», El Mundo-Andalucía, 2 de mayo de 2001.

TITOS MARTÍNEZ, M. (2003): El sistema financiero en Andalucía. Tres siglos de historia 1740-2000, Instituto de Estadística de Andalucía, Sevilla.

El modelo económico de la NBA

José Antonio Díaz Campos

Resumen: En este artículo se expone el modelo económico de la National Basketball Association (NBA) y se explican las principales fuentes por las que los equipos de la liga obtienen sus ingresos. Asimismo, se hace un análisis de cuál es el régimen en el que operan los equipos integrantes de la liga y de sus características particulares como liga.

Palabras clave: modelo económico; baloncesto; sistema de franquicias; tope salarial; impuesto de lujo.

Códigos JEL: A12; D40; D71; H39.

1. Introducción

La NBA es la liga de baloncesto más importante del mundo, no sólo en términos económicos, sino también en términos deportivos, lo que la hace ser también la liga más popular del mundo. Esto es así debido a que los mejores jugadores de baloncesto de la historia han jugado en equipos de la NBA a lo largo de toda su existencia, desde el año 1946 en que se fundó hasta la actualidad. Este hecho es de vital importancia, puesto que, en definitiva, lo que determina el éxito de una liga es el atractivo que ésta logre crear en el público.

Actualmente, la NBA está compuesta por 30 equipos que cubren todo el territorio de los Estados Unidos¹, desde Nueva York hasta Los Ángeles. Se estima que el valor total de estos 30 equipos supera los 11.700 millones de dólares, con unos ingresos anuales de más de 3.900 millones de dólares² y unos ingresos por ventas de entradas de 1.154 millones de dólares³, lo que es una prueba más de la gran aceptación que tiene entre el público estadounidense esta liga de baloncesto. Además, estos 30 equipos generaron una audiencia media durante la temporada 2011-2012 de 391.000 espectadores por partido³.

¹ Excluyendo la franquicia de Toronto (Toronto Raptors), que está ubicada en Toronto, Canadá.

² Datos referentes a la temporada 2011-2012.

³ Datos de audiencia relativos al territorio de los Estados Unidos.

En el cuadro 1 se recogen los principales datos de carácter económico-financiero de los equipos de la NBA.

Las principales fuentes de ingresos de los equipos se pueden agrupar en cuatro categorías: en primer lugar, están los ingresos compartidos con los demás equipos, procedentes de los derechos de televisión nacionales. En segundo lugar, se encuentran los ingresos procedentes del mercado de cada equipo, cuyas principales variables son la ciudad de origen del equipo en cuestión y su base de seguidores a nivel global. En tercer lugar están los ingresos derivados de la gestión del estadio del equipo (venta de entradas, publicidad, abonos, etc.) y, por último, los ingresos procedentes de la gestión de marca, que también pueden llegar a reportar cuantiosos ingresos (dependiendo del equipo).

De los datos que se muestran en el cuadro 1 se pueden extraer varias conclusiones:

Una primera conclusión es que los equipos con beneficio operativo negativo tienen unos ingresos demasiado bajos para su estructura de gastos. Estos equipos obtienen bajos ingresos por venta de entradas y tienen unos gastos salariales muy elevados⁴. En el cuadro 2 se puede apreciar mejor lo anteriormente descrito.

⁴ Aunque los pagos de salarios a jugadores tienen un límite mínimo establecido por la Liga, como se verá más adelante.

Cuadro 1. Principales datos financieros de los equipos integrantes de la NBA

Equipo	Valor actual (millones \$)	Ingresos (millones \$)	Beneficio operativo (millones \$)
Los Angeles Lakers	900	208	24,3
New York Knicks	780	244	74,9
Chicago Bulls	600	185	59,4
Dallas Mavericks	497	166	-3,9
Boston Celtics	482	146	7,7
Miami Heat	457	158	26
Houston Rockets	453	150	17,9
Golden State Warriors	450	139	22,2
San Antonio Spurs	418	139	14,4
Phoenix Suns	395	136	13,1
Orlando Magic	385	140	-16
Toronto Raptors	382	134	7,4
Portland Trail Blazers	370	132	-8,1
New Jersey Nets	357	89	-23,6
Oklahoma City Thunder	348	126	24,5
Utah Jazz	335	120	-16,4
Detroit Pistons	332	141	9,7
Cleveland Cavaliers	329	149	32,9
Washington Wizards	328	109	-3,4
Los Angeles Clippers	324	108	9,4
Denver Nuggets	316	113	-1,2
Philadelphia 76 ^{ers}	314	116	-10,3
Sacramento Kings	300	104	6,4
New Orleans Hornets	285	109	-2,7
Indiana Pacers	283	101	-10,5
Charlotte Bobcats	277	101	-25,5
Minnesota Timberwolves	272	97	-6,8
Atlanta Hawks	270	109	-14,7
Memphis Grizzlies	269	99	-24,8
Milwaukee Bucks	268	92	-7,6

Fuente: Forbes.

Como se puede observar en el cuadro 2, los ingresos por venta de entradas y los gastos salariales son los principales determinantes del beneficio operativo.

Hay que analizar los ingresos por venta de entradas con detenimiento, porque en el caso de los equipos con menor beneficio operativo apenas llegan a representar de media un 20 por ciento de sus ingresos totales, cuando esta media se sitúa para los otros tres equipos en el 37,5 por ciento.

Llegados a este punto cabe preguntarse qué es lo que determina que un equipo tenga unos ingresos por venta de entradas mayores al de otro equipo, lo que viene explicado por dos variables: la primera viene representada por la última columna, que es el porcentaje de asistencia media y, como puede observarse, hay una dualidad significativa entre ambos grupos de equipos. Una segunda variable explicativa es el precio medio de las entradas que los equipos venden, llegando a ser, en el caso de Los Angeles Lakers de 114 dólares, lo que contras-

ta con el caso de los Memphis Grizzlies, donde una entrada cuesta de media 24 dólares⁵.

Por el lado de los gastos, el límite mínimo de gastos salariales que establece la liga perjudica a los equipos con menos recursos económicos, haciéndoles incurrir en un menor beneficio operativo, lo que a su vez, perjudica el equilibrio competitivo de la competición.

La segunda conclusión que se puede extraer del cuadro 2 es que también hay una relación entre beneficio operativo y el número de títulos obtenido a lo largo de la historia del equipo, lo que apoya la teoría de que los equipos más poderosos económicamente son los que, en principio, tienen más opciones de conseguir el título.

Además, el tamaño del área metropolitana donde el equipo está radicado también es influyente en el beneficio operativo, ya que, como se puede observar, son los equipos situados en las tres ciu-

⁵ Datos extraídos del informe «NBA team values» de Forbes.

Cuadro 2. Muestra de los 3 equipos con mayor y menor beneficio operativo

Equipo	Ingresos (millones \$)	Beneficio operativo (millones \$)	Gasto salarial en jugadores (millones \$)	Ingresos por venta de entradas (millones \$)	Número de títulos	Población del área metropolitana (millones de habitantes)	Porcentaje de asistencia media
New York Knicks	244	74,9	92	92	2	19,1	100
Chicago Bulls	185	59,4	58	63	6	9,6	94
Los Angeles Lakers	208	24,3	95	85	16	12,9	100
New Jersey Nets	89	-23,6	66	20	0	19,1	75
Memphis Grizzlies	99	-24,8	75	19	0	1,3	87
Charlotte Bobcats	101	-25,5	70	19	0	1,8	77

Fuente: Forbes y elaboración propia.

dades más pobladas de Estados Unidos los que más beneficio operativo obtienen.

2. La NBA y su sistema de franquicias

La NBA está constituida como *limited company*, por lo que sus socios son los equipos que operan en régimen de franquicia. De esta manera, cada equipo que desee ingresar en la liga debe depositar un canon cuyo importe se sitúa en torno a los 300 millones de dólares a la sociedad gestora de la liga. Además, una vez realizado dicho desembolso, el equipo debe esperar un plazo de 5 años antes de conocer si definitivamente ingresa en la liga, por lo que, mientras tanto, el equipo candidato debe someterse a una serie de auditorías contables y aportar un plan de negocio que permita a la sociedad gestora de la liga poder evaluar la viabilidad del proyecto.

3. Mercado de jugadores

En la NBA existe un mercado de jugadores propio que funciona de manera distinta a como lo hacen los mercados de jugadores en Europa. Cada jugador tiene un valor que se establece en función de su sueldo anual, de tal manera que cuando un equipo decide incorporar a su plantilla a un jugador debe entregar a cambio otro jugador del mismo valor al otro equipo y, por tanto, lo que se produce es un intercambio de jugadores entre ambos equipos.

Por otro lado, en el caso de que un jugador hubiera acabado contrato con un equipo de la NBA se convertiría en agente libre y esto le daría la posibilidad de fichar, no sólo por cualquier equipo de la NBA, sino por cualquier equipo del mundo sin coste alguno para el mismo.

En cuanto a los fichajes de jugadores procedentes de otras ligas, el funcionamiento anteriormente descrito no es aplicable, puesto que los mercados de jugadores en Europa y el resto del mundo

no funcionan de la misma manera que en la NBA. En Europa el equipo interesado en hacerse con los servicios de un jugador concreto debe iniciar negociaciones con el club en el que milita dicho jugador para acordar un pago a su club por la desvinculación del mismo de dicho club. Por tanto, si un equipo de la NBA desea contratar a un jugador de otra liga directamente⁶, deberá iniciar conversaciones con su club de origen y acordar un precio para cerrar la operación.

Mención aparte merece en este apartado, el proceso por el cual la NBA se nutre de jugadores, que es el «*draft*». Mediante este proceso, cada equipo va eligiendo a los jugadores que se han inscrito previamente al «*draft*» (que son los jugadores elegibles, es decir, jugadores que siendo mayores de 18 años han completado su ciclo universitario y jugadores extranjeros mayores de 18 años que se han declarado elegibles), con el objeto de hacerse con sus derechos para jugar en la NBA.

Pero la parte más importante del «*draft*» es el orden en el que los equipos eligen jugadores. Para los equipos que la temporada anterior se clasificaron para el «*playoff*», el orden se establece de manera inversa a la posición de cada equipo en la liga regular, y las posiciones del resto de equipos no clasificados para el «*playoff*» se asignan mediante un sorteo ponderado que otorga más posibilidades a los equipos que peor clasificación obtuvieron en la liga regular de la anterior temporada.

Una vez que un equipo obtiene los derechos de un jugador elegido en el «*draft*», puede comerciar con él decidiendo si liberar al jugador como agente libre, intercambiarlo con otro equipo o contratarlo definitivamente.

4. El tope salarial y el impuesto de lujo

⁶ En el caso de que el jugador no se haya desvinculado antes de su club de origen y se haya inscrito en el «*draft*».

El tope salarial es un límite sobre los gastos que los equipos pueden destinar al pago de salarios a los jugadores, lo que ayuda a mantener una igualdad en la competición, porque independientemente del poder económico de cada equipo, todos pueden gastar como máximo, la misma cantidad. Para la temporada 2012-2013, este límite se ha fijado en 58,0 millones de dólares por equipo.

Aunque hay un límite máximo, también existe un límite mínimo para el pago de salarios. Este límite mínimo se establece sobre el 85 por ciento del límite máximo, por lo que para la temporada 2012-2013, es de 49,3 millones de dólares por equipo.

Por otro lado, el tope salarial puede ser sobrepasado si el equipo que así lo desee lo considera necesario⁷. Sin embargo, para aquellos equipos que sobrepasen el tope salarial es aplicable lo que se conoce como «impuesto» de lujo, que es un mecanismo creado para controlar el gasto de los equipos y garantizar la igualdad de condiciones en la competición.

Para la temporada 2012-2013, el impuesto de lujo comienza a aplicarse a partir de los 70,3 millones de dólares. Por tanto, cualquier equipo que exceda esa cifra, pagará 1 dólar de «impuestos» por cada dólar excedido sobre el límite de los 70,3 millones de dólares.

Con el dinero recaudado por el impuesto de lujo, la sociedad gestora de la Liga puede distribuirlo de dos maneras:

— Hasta el 50 por ciento de la recaudación puede ir destinada a los equipos que no han sobrepasado el límite salarial. Sin embargo, no hay ninguna obligación de distribuir dicha cantidad a los equipos si la sociedad gestora de la liga no lo considera necesario.

— La cantidad restante (que será al menos del 50 por ciento de los ingresos obtenidos) serán destinados al propósito que la liga considere necesario.

En la temporada 2011-2012, por ejemplo, el 100 por ciento de la cantidad recaudada por el «impuesto» de lujo se destinó al fondo de financiación del programa de redistribución de ingresos de la liga⁸.

⁷ Siempre y cuando dicho equipo se acoja a alguna de las once excepciones existentes. Una de las más importantes, por ejemplo, es la «*rookie exception*», por medio de la cual, un equipo puede sobrepasar el tope salarial al contratar un jugador procedente de la primera ronda de elección del «*draft*».

⁸ El programa de redistribución de ingresos de la NBA es

5. El «*lockout*»⁹ de 2011

En julio de 2011 expiró el hasta entonces vigente desde el CBA¹⁰ de 2005. Bajo el CBA de 2005, a los jugadores se les garantizó la percepción del 57 por ciento de los ingresos derivados de la gestión de los equipos, pero debido a la crisis financiera que se desató en 2007, los ingresos de los equipos comenzaron a resentirse, mientras que los gastos se incrementaron notablemente. Esto condujo a muchos equipos a entrar en pérdidas, que se estimaron en un total de 370 millones de dólares a finales de la temporada 2009-2010.

Bajo estas condiciones, la mayoría de los propietarios de equipos, decidieron replantearse el sistema económico bajo el que la liga había operado hasta entonces. Así, por ejemplo, propusieron un tope salarial por equipo máximo de 45 millones de dólares, no pudiendo dicho límite ser rebasado bajo ninguna condición. Por el contrario, la asociación de jugadores, rechazó esta iniciativa, y propuso un programa de redistribución de ingresos de mayor calado, que ayudara a paliar las pérdidas de los equipos que estaban en una situación delicada.

Como resultado de esta divergencia, en julio de 2011 debería haberse firmado el nuevo acuerdo o CBA, pero no fue así dando inicio al «*lockout*» de 2011, que se extendería hasta principios de diciembre de ese mismo año.

Finalmente, ambas partes llegaron a un acuerdo a finales de noviembre de 2011, con la intención de comenzar la liga en diciembre de 2011, y por medio del cual, finalmente, se estableció un tope salarial de 58,04 millones de dólares. Sin embargo, se pospusieron varias cuestiones que se debatirán allá por el año 2016, fecha en la que alguna de las dos partes tiene la opción de revocar el CBA firmado en 2011, o 2020, que es la fecha en la que expira el actual CBA.

un mecanismo cuyo objetivo es paliar las desigualdades económicas existentes entre los equipos que generan altos ingresos y los que no, y se financia principalmente a través de las aportaciones que recibe procedentes de la recaudación del «impuesto» de lujo.

⁹ Se denomina «*lockout*» al periodo durante el cual el CBA no se renueva debido a diferencias económicas entre las partes contratantes y, por tanto, al no haber acuerdo entre liga y jugadores, la temporada no puede comenzar o continuar hasta que no se ratifique un nuevo CBA.

¹⁰ Collective Bargaining Agreement (CBA), o traducido al español Acuerdo de Negociación Colectiva, es el contrato existente entre la liga y la asociación de jugadores que establece, entre otras cosas, el tope salarial para los equipos.

Delimitación del concepto laboral de situación económica negativa a efectos de la extinción del contrato de trabajo

Carmen de Vivero de Porras

Resumen: En el presente artículo se exponen y analizan sucintamente las últimas reformas que han afectado al despido por causa económica, uno de los supuestos previstos para que opere, en una de sus vertientes, el despido colectivo o individual. Se intenta delimitar este concepto, no solo a la luz de las constantes reformas del legislativo, sino también analizando su impacto en el ámbito judicial, que viene aplicándose e interpretándose en las referidas reformas, así como en el ámbito económico.

Palabras clave: Despido; reforma laboral; causa económica.

Códigos JEL: A12; K31; P41.

«Un plan no es nada, pero la planificación lo es todo». Dwight D. Eisenhower

1. Introducción

El presente trabajo tiene por objeto acercar al lector un breve análisis de la evolución e implicaciones del presupuesto de «causa económica» en el despido, ya sea colectivo, el cual viene regulado en el artículo (en adelante art.) 51 del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, Estatuto de los Trabajadores (en adelante ET), o individual, previsto en el art. 52.c del ET, suponiendo este despido una variedad dentro del género de las extinciones colectivas, caracterizada por afectar a un menor número de trabajadores que la regulada en el art. 51.1 del ET.

La fundamentación de ambas formas de despido son exactamente las mismas y vienen establecidas en el artículo 51.1 del ET.

El ET, antes de las reformas operadas por el Real Decreto-ley 10/2010, de 16 de junio, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, la Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, el Real Decreto-ley 3/2012, de 10 febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral y la Ley 3/2012, 6 julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, recogía en sus artículos 51.1 y 52.c —por remisión al anterior—, lo que debía entenderse por causa económica y los presupuestos para la concurrencia de la referida causa.



Esta modalidad de despido constituye una de las figuras que más controversia ha despertado, tanto cuando debe ser aplicada o cuando se habla de la misma, ya que ni en el art. 52.c ni en el 51.1 del ET, se ha definido con claridad cuál es el concepto de causa económica, limitándose durante mucho tiempo, simplemente, a determinar que se presume la existencia de las causas económicas cuando la adopción de las medidas propuestas contribuya a superar una situación negativa de la empresa y, por ello, las reformas han ido encaminadas a intentar objetivar dicho despido y su causa.

De conformidad con lo que ha venido estableciendo la jurisprudencia, la empresa, en el supuesto de alegar pérdidas, debía justificar con prueba documental que estas se producían. Por ello, las cartas que se notificaban al trabajador eran extensas y con muchos gráficos de pérdidas y números negativos.



El legislador durante estos últimos años, y, acuciado por el contexto actual de crisis económica generalizada, en el que las empresas se ven obligadas con frecuencia a acudir al instrumento del despido colectivo u objetivo para reajustar sus costes salariales e intentar salvar una situación económica negativa, ha decidido objetivizar el despido por causa económica y, por tanto, le ha dado nueva redacción a los referidos preceptos con las últimas reformas publicadas en el Boletín Oficial del Estado (BOE).

En el Preámbulo de la reciente Ley 3/2012, de 6 de julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, se recoge que los despidos objetivos por causas económicas han venido caracterizándose por una ambivalente doctrina judicial y jurisprudencia, en la que ha primado muchas veces una concepción meramente defensiva de estos despidos, como mecanismo para hacer frente a graves problemas económicos —soslayando otras funciones— que está destinado a cumplir este despido como cauce para ajustar el volumen de empleo a los cambios técnico-organizativos operados en las empresas. Ello explica que las empresas se decantaran, a menudo, por el reconocimiento de la improcedencia del despido, evitando un proceso judicial sobre el que no se tenía demasiada confianza en cuanto a las posibilidades de conseguir la calificación procedente del despido, debiendo, por tanto, abonar la indemnización por despido improcedente más el coste adicional que suponían los salarios de tramitación.

En palabras de Desdentado Bonete (2010), «estamos en una zona sísmica del Derecho del Trabajo, en la que hay que caminar con cautela porque la tierra puede abrirse bajo nuestros pies».

2. Breve análisis de la evolución del concepto de causa económica a la luz de las reformas legislativas y doctrina judicial en el ámbito laboral

Fruto de las reformas de los años 1994 y 1997 el Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, en cuanto al despido por causa económica se refiere, venía a recoger en sus art. 51.1 y 52.c que «se entenderá que concurren las causas a que se refiere el presente artículo cuando la adopción de las medidas propuestas contribuya, si las aducidas son económicas, a superar una situación económica negativa de la empresa».

Respecto a dichas reformas, no pocas han sido las críticas vertidas en ambas direcciones: a los Tribunales, por haber realizado interpretaciones excesivamente rigurosas que no han sabido calibrar la trascendencia de los cambios normativos; y al legislador, por haber acometido la reformas utilizando términos prolijos y equívocos a la hora de precisar las finalidades de los despidos.

Con la reforma operada por el Real Decreto-ley 10/2010, de 16 de junio, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo se introdujo en el art. 51.1 lo siguiente: «se entiende que concurren causas económicas cuando de los resultados de la empresa se desprenda una situación económica negativa. A estos efectos, la empresa tendrá que acreditar los resultados alegados y justificar que de los mismos se deduce mínimamente la razonabilidad de la decisión extintiva».

Pero no fue hasta con la Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, cuando se modificó de forma sustancial, entre otros, el art. 51.1, y, en consecuencia, el 52.c, quedando su redacción de la siguiente forma: «Se entiende que concurren causas económicas cuando de los resultados de la empresa se desprenda una situación económica negativa, en casos tales como la existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos, que puedan afectar a su viabilidad o a su capacidad de mantener el volumen de empleo. A estos efectos, la empresa tendrá que acreditar los resultados alegados y justificar que de los mismos se deduce la razonabilidad de la decisión extintiva para preservar o favorecer su posición competitiva en el mercado». Nótese, que la novedad legislativa se refiere a la definición específica de la causa

económica que puede dar lugar al despido, pero los cambios de signo flexibilizador advertidos en la redacción, no fueron tan intensos, dado que se venían a recoger conceptos ampliamente indeterminados, como son los de «pérdidas previstas» o de «disminución persistente del nivel ingresos», así como el alcance que se le da a la incierta exigencia, basada en previsiones futuras, de que la causa económica alegada pueda comprometer la viabilidad empresarial o su capacidad para mantener el volumen de empleo.

De esta forma, el legislador vino a hacer suya la doctrina del Tribunal Supremo, que, hasta ese momento, había ido delimitando el concepto de causa económica en el supuesto de despido objetivo. Y así, lo que el legislador vino a recoger con la reforma operada por la Ley 35/2010, expresamente en la modificación del artículo 51.1, ya lo había dicho nuestro Alto Tribunal, Sala de lo Social, en sentencias de 14 de junio de 1996 y de 6 de abril de 2000 en los mismos términos.

El Tribunal Supremo, en las referidas resoluciones, ya había concretado las notas caracterizadoras de la causa económica que desencadena la extinción de los contratos:

- La causa económica debe ser objetiva, real, suficiente y actual.
- La situación económica de la empresa, en modo alguno debe ser irreversible, más bien al contrario, se debe tratar de situaciones no definitivas y recuperables.
- La situación económica negativa debe afectar a la empresa en su conjunto.
- En un grupo de empresas, la situación económica negativa debe valorarse teniendo en cuenta la evolución económica de las empresas del grupo.

Igualmente, la jurisprudencia siempre había venido exigiendo para la convalidación judicial de un despido económico la conexión de instrumentalidad entre la extinción del contrato de trabajo y la superación de la situación desfavorable acreditada en la misma de falta de rentabilidad de la explotación, conexión que había de fundarse en un criterio de «razonabilidad»¹, cuestión matizada y perfilada por algún sector doctrinal².

¹ Sentencia del Tribunal Supremo (STS) de 15 de octubre de 2003 (Rec. 1.205/2003), entre otras, y STS de 30 de septiembre de 2002 (Rec. 3.828/2001).

² Soler Ferrer, F. (2011): El control judicial de la razonabilidad de la decisión extintiva debe respetar el margen de decisión que corresponde al empresario en la gestión de la empresa, de forma que si los despidos responden



No obstante lo anterior, dos sentencias recientes del Tribunal Supremo, de 11 de junio y 29 de septiembre de 2008, han supuesto un importante paso adelante a la hora de flexibilizar los criterios a tener en cuenta para valorar un despido objetivo por causas económicas, derivando al empresario únicamente la carga de probar con indicios y argumentaciones suficientes la conexión entre la situación de crisis y la medida del despido, lo que en términos coloquiales y sin perjuicio de la valoración de cada caso concreto, supondría acreditar una situación de pérdidas continuadas, desaparición de clientes, reducción de la producción, aumento de capital social con el fin de sufragar las pérdidas, etc., que lleve consigo la amortización de puestos de trabajo de la que resultaría una evidente disminución de los costes salariales, una minoración de las pérdidas y finalmente un alivio para la cuenta de resultados de la empresa.

Pero parece no haber sido suficiente para el legislador, dado que tal y como se recoge en el Preámbulo de la última reforma, los despidos objetivos no han tenido el resultado pretendido, y se acusa a los Juzgados de lo Social y a los Tribunales de que los mismos han dictado resoluciones ambivalentes, primando una concepción meramente defensiva del despido objetivo.

Así las cosas, el legislador decidió objetivar aún más el despido objetivo fundado en causa económica, siendo así que volvió a modificar el art. 51.1 mediante el Real Decreto-ley 3/2012, de 10 febrero, de medidas urgentes para la reforma mercado laboral, quedando su redacción de la si-

realmente a una situación económica negativa y son una forma «razonable» de hacerle frente, el órgano judicial no puede declararlos improcedentes porque a su juicio haya otras reacciones también razonables preferibles a los despidos. Si el empresario, en el marco de la gestión de la actividad económica de su empresa, puede elegir entre diversas opciones, su elección, de no ser absurda o arbitraria, no deberá anularse por el control de razonabilidad, ya que este no es un control de «optimización»..



guiente forma: «se entiende que concurren causas económicas cuando de los resultados de la empresa se desprenda una situación económica negativa, en casos tales como la existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos o ventas. En todo caso, se entenderá que la disminución es persistente si se produce durante tres trimestres consecutivos».

Hasta ese momento la figura del despido objetivo por causas económicas venía siendo infrautilizada por las empresas como medio de extinción de los contratos de trabajo.

La razón de tal infrautilización no era otra que la desconfianza de los empresarios hacia los órganos judiciales, que venían declarando en la mayoría de los casos la improcedencia de los despidos, lo que determinaba que al coste de abonar la indemnización se tuviera que añadir el de los salarios de tramitación. De ahí la práctica generalizada de reconocimiento inmediato de la improcedencia del despido y el abono de la indemnización como fórmula generalizada de ahorro de costes (el denominado «despido exprés»).

Con la Ley 35/2010 bastaba con probar que dichas pérdidas eran previsibles. Dicha reforma ya supuso un antes y después, pero con la publicación del Real Decreto-ley 3/2012 era suficiente con que de los resultados de la empresa se desprendiese una situación económica negativa y ello no solo implicaba la existencia de pérdidas actuales y pre-

vistas, sino también la disminución persistente de ingresos durante tres trimestres consecutivos.

En este sentido, la Exposición de Motivos del citado Real Decreto-ley justificó la modificación operada en los despidos objetivos en que las distintas reformas realizadas «incorporaban proyecciones de futuro, de imposible prueba, y una valoración de estos despidos, que ha venido dando lugar a que los tribunales realizaran, en numerosas ocasiones, juicios de oportunidad relativos a la gestión de la empresa», añadiendo que «ahora queda claro que el control judicial de estos despidos debe ceñirse a una valoración sobre la concurrencia de unos hechos: las causas».

Sin embargo, la definición dada a las causas económicas justificativas del despido objetivo suscitó consistentes dudas sobre la consecución del propósito que se indicaba en la Exposición de Motivos.

El Real Decreto-ley matizó las causas económicas e introdujo qué es lo que se entiende por «disminución persistente de ingresos»: se entenderá que la disminución es persistente si se produce durante tres trimestres consecutivos.

Además, se eliminó del redactado del art. 51.1 lo siguiente:

— «Que las pérdidas o la disminución de ingresos puedan afectar a la viabilidad de la empresa o a su capacidad de mantener su volumen de empleo».

— «La empresa tendrá que acreditar los resultados alegados y justificar que de los mismos se deduce la razonabilidad de la decisión extintiva para preservar o favorecer su posición competitiva en el mercado».

De la reforma operada por el Real Decreto-ley debe destacarse un primer efecto positivo, al prescindirse de las referencias de la anterior redacción, respecto a que las pérdidas o la disminución de ingresos debieran afectar a la viabilidad de la empresa o a su capacidad de mantener el volumen de empleo, o a la necesidad de justificar la razonabilidad de la decisión extintiva para preservar o favorecer su posición competitiva en el mercado, todas ellas de carácter valorativo y que determinaban que los órganos judiciales tuvieran que emitir juicios económicos y de gestión empresarial.

Lo que el legislador ha pretendido con esta variación, es objetivar «la causa económica» de los despidos y en consecuencia eliminar la subjetivi-

dad y la discrecionalidad de los jueces en la aplicación de la norma.

Sin embargo, sobre esta modificación existen numerosas voces críticas, incluso de los propios jueces, que vienen a señalar que esta modificación comporta la limitación de las facultades del juez para valorar la finalidad o razonabilidad del despido.

Destaca por ejemplo, que la concreción que se venía a hacer de la «disminución persistente de ingresos», entendiéndose que se produce cuando la misma se mantiene durante tres trimestres consecutivos, parece permitir ya su aplicación a situaciones creadas con anterioridad a la vigencia de la Reforma Laboral operada por el Real Decreto-ley 3/2012, por cuanto la causa económica en sí ya se hallaba establecida y lo único que se hace es concretarla de algún modo, lo que, a nuestro entender, no debiera comportar aplicación retroactiva de la norma.

Pero la inseguridad jurídica de que adolece la referida regulación del despido económico ha quedado patente en la propia tramitación del Proyecto de Ley procedente del citado Real Decreto-ley, puesto que, como consecuencia de la enmienda presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso, se ha modificado nuevamente la definición de las causas económicas en el siguiente sentido: *«Se entiende que concurren causas económicas cuando de los resultados de la empresa se desprenda una situación económica negativa, en casos tales como la existencia de pérdidas actuales o previstas, o la disminución persistente de su nivel de ingresos ordinarios o ventas. En todo caso, se entenderá que la disminución es persistente si durante tres trimestres consecutivos el nivel de ingresos ordinarios o ventas de cada trimestre es inferior al registrado en el mismo trimestre del año anterior»*, pretendiéndose dotar, de este modo, de mayor seguridad jurídica al sistema, y, así, ha sido publicada la reciente Ley 3/2012, de 6 julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, última reforma de los art. 51.1 y 52.c del ET.

3. Delimitación de la causa económica desde su aspecto puramente económico

Desde un ámbito puramente económico, a nuestro juicio, la nueva redacción no ha conseguido una objetivación suficiente de las causas económicas, pues, entre otras carencias, se ha omitido cualquier referencia al periodo o alcance de las pérdidas, sean actuales o previstas, de modo que una interpretación literal de este artículo llegaría



a justificar la procedencia del despido económico basado en, por ejemplo, la simple previsión de pérdidas de un euro a tres años vista.

Surgen, asimismo, cuestiones respecto a la nueva referencia de la disminución persistente de ingresos o ventas al no contemplarse los ciclos productivos de general existencia en las empresas (estacionalidad), o la imprevisión sobre los efectos de los grupos empresariales mercantiles en los que la empresa se incardine.

Las ratios utilizadas por el legislador han sido pérdidas de ingresos o disminución del volumen de ventas; en el análisis económico-financiero de la sociedad y de su cuenta de resultados, dejaría al margen las amortizaciones, las cargas financieras, los gastos y los impuestos, y, por tanto, no existiría la posibilidad de saber ciertamente cuál es el impacto que dichas pérdidas tienen respecto de la viabilidad de la empresa y del mantenimiento del nivel de empleo salvo en supuestos extremos.

En un supuesto de laboratorio, la pérdida de ingresos o de ventas podría obedecer a la apertura de una nueva línea de negocio o el lanzamiento de un nuevo producto, fruto de una reestructuración empresarial y ello permitiría, afectando al empleo más costoso, utilizar el despido objetivo para volver a contratar nuevos trabajadores más baratos y mantener, por necesidad, el nivel de empleo.

Sin embargo, bien es cierto que, de haberse utilizado otros criterios, sería más manipulable en función de los criterios contables que se utilicen; así, por ejemplo, una amortización acelerada o una ralentización de la misma.

4. Conclusiones

No obstante, las reformas operadas y, pese a la intención del legislador de objetivar la causa económica del despido, desde un punto de vista jurídico, creemos que los órganos jurisdiccionales deberán seguir realizando juicios de oportunidad relativos a la gestión de la empresa, puesto que muchos de los interrogantes señalados no han encontrado adecuada respuesta en la tramitación parlamentaria y, como ha señalado, algún sector doctrinal³, lo que debe enjuiciarse es si una decisión extintiva se justifica por razones empresariales vinculadas a cambios de orden técnico, organizativo o económico, dejando claro que lo económico no es sólo lo que afecta a las llamadas crisis de empresa, sino también lo que se vincula a la crisis del contrato de trabajo, en el sentido de que pueden existir excedentes de plantilla aunque la empresa no esté en crisis.

Desde un punto de vista económico, creemos que el análisis contable debe ceder a la imagen fiel de la empresa y que, por ello, el simple dato económico-financiero puede no servir, aun a pesar de los intentos del legislativo de objetivar los parámetros para la utilización de estos despidos por causa económica.

Hoy, más que nunca, están en colisión el principio pro operario y el principio de rendimiento. En el centro del conflicto, al ser la zona vital, las medidas políticas que se ofrecen como solución giran sobre el sí o el no del derecho individual de estabilidad en el empleo.

Referencias bibliográficas

BORRAJO DACRUZ, E. (2011): «Clausura del XII Congreso de la Asociación Nacional de Laboristas» (ASNALA).

DESDENTADO BONETE, A. (2010), «Ideas para una reforma del despido». Diario La Ley, n.º 7.368, Sección Columna, 24 marzo 2010, Año XXXI, Ref. D-103, Editorial La Ley.

SOLER FERRER, F. (2011), «La nueva regulación del despido por causas objetivas». Diario La Ley, n.º 7.548, Sección Tribuna, 17 enero, Año XXXII, Editorial La Ley.

³ Desdentado Bonete (2010).

PENSAMIENTO ECONÓMICO

La Economía Política de Enrique Fuentes Quintana

Manuel Martín Rodríguez

La Economía Política de Enrique Fuentes Quintana

Manuel Martín Rodríguez

Resumen: Tres fueron los rasgos característicos de la Economía de Enrique Fuentes Quintana: sin historia de los hechos y de las ideas económicas, no había Economía Política; la Economía era una ciencia moral, indispensable para el progreso humano; y el economista, él al menos lo hizo, debía comprometerse con la sociedad en una tarea nada fácil, como era la de proponer reformas de viejas costumbres y exigir esfuerzos cuyos resultados sólo podrían verse a largo plazo. Firme defensor del modelo de competencia, admitió un papel relevante para un sector público eficiente.

Palabras clave: Economía; Fuentes Quintana.

Códigos JEL: B31; P16.

No sé cuantos alumnos de Enrique Fuentes Quintana han tenido la fortuna de estar cerca de él durante más de cuarenta años, como ha sido afortunadamente mi caso. Le conocí en uno de los primeros días de octubre de 1963, a las nueve en punto de la mañana. Entró en la larguísima aula de la segunda planta del Caserón de San Bernardo en la que estábamos ese año los alumnos de cuarto curso de la Licenciatura en Económicas, dio los buenos días con su potente voz, que se dejó oír hasta en los últimos bancos, en los que yo me encontraba ese día, puso su voluminosa cartera encima de la mesa, sacó de ella una cuartilla, se dio la media vuelta y empezó a llenar la pizarra con un guión de la clase que iba a impartir ese día. A las nueve y diez empezó sus explicaciones. Y esto mismo hizo en días sucesivos hasta que terminó de explicar la primera parte de sus «*Apuntes de Hacienda Pública*», editados ese mismo año por el Servicio de Publicaciones del S.E.U.

Lo que nos explicó Fuentes a lo largo de ese mes de octubre era completamente distinto a todo lo que se nos había explicado en la Facultad hasta entonces. En tres cursos, apenas se nos había hablado de no más de una docena de economistas. Él nos habló de más doscientos, y no a propósito de un determinado concepto o instrumento analítico, sino agrupados en escuelas homogéneas que habían tenido un modo de pensar común acerca del papel del sector público en la economía a lo largo del tiempo. Desde la teoría de la imposición en la escuela clásica hasta la Hacienda del Bienes-

tar de Musgrave, Due y Simons, expuestas siempre con rigor y profundidad, aquellas lecciones supusieron un esfuerzo extraordinario para nosotros, pero no fueron sino el aperitivo de lo que vendría después, cincuenta densas lecciones de Hacienda Pública.

Entendí perfectamente desde ese momento lo que yo destacaría ahora como primer rasgo característico de la economía de Fuentes. Para él, sin historia económica, sin historia del pensamiento y sin historia del análisis económico, no podía haber Economía Política. «Son las posibilidades heredadas en cada momento histórico y la política las que condicionan las elecciones económicas del presente respecto al futuro», le leí después en numerosas ocasiones. Esto no significa, sin embargo, que estuviera en la senda del historicismo, como lo había estado en gran medida la generación de economistas españoles inmediatamente anterior a la suya. Al contrario, estos mismos *Apuntes* estaban llenos de formalizaciones matemáticas y, por ejemplo, una de las cualidades que más admiraba de Valentín Andrés Álvarez era que hubiera llegado a la economía de la mano de Walras, Pareto y el equilibrio general. Años más tarde, como no había podido disponer del tiempo necesario para ir actualizando sus matemáticas, siempre tuvo a su lado a grandes estadísticos y econométricos, como Julio Alcaide o José Luis Raymond.

Esta concepción de la economía le llevó a verla, como el propio Keynes, a quien citaba muy a menudo a este propósito, no como una ciencia

El catedrático Enrique Fuentes Quintana, que fue investido ayer doctor «honoris causa» por la Universidad de Sevilla, reclamó un acuerdo como el de la Moncloa para superar el pesimismo de la situación económica, el «dato más negativo» de la economía española que fue apadrinado por el decano de la Facultad de Ciencias Económicas, Camilo Lebón, es el primer economista nombrado por la Hispalense. Sobre estas líneas, a la izquierda, el profesor Fuentes Quintana, que hace su entrada en la sala de conferencias de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Sevilla.



meramente deductiva sino como una ciencia moral, que se ocupaba del bienestar humano. Y este es, para mí, el segundo rasgo característico de su economía. Enrique Fuentes fue, ante todo, un gran reformador social y, para él, la Economía, la buena Economía, cumplía principalmente un papel instrumental al servicio de objetivos económicos, distintos en cada momento histórico. En un conocido trabajo suyo, «*Tres decenios de la economía española en perspectiva*», pasó revista a cómo las necesidades y los objetivos de la economía española habían ido cambiando sucesivamente desde 1960. Si en esta década, lo prioritario había sido el desarrollo económico, para lo que fue necesario que se dieran las circunstancias políticas adecuadas para que la economía española «dejase de mirar hacia dentro para mirar hacia fuera», en los setenta tuvo que hacer frente a la crisis, generada por su propio modelo de crecimiento económico, y en los ochenta tuvieron que diseñarse las políticas necesarias para su integración en la Unión Europea. En cada uno de estos momentos los economistas ayudaron a mostrar el camino por el que transitar. Con una economía cercana a la realidad, lejos de la utopía y de la pura abstracción de los modelos económicos, podía transformarse la sociedad.

Consecuente con esta concepción, él mismo estuvo comprometido en las principales empresas de su tiempo. Fue uno de los inspiradores académicos del Plan de Estabilización de 1959, con Juan Sardá en el Banco de España y Manuel Varela en el Ministerio de Comercio. Alentó los Planes del Desarrollo desde el Consejo Consultivo que creó López Rodó. Avanzó las líneas maestras de la reforma tributaria que podían dotar al presupuesto nacional de suficiencia, flexibilidad y equidad

en su discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Morales en 1975, que puso luego en manos del Ministro de Hacienda, Alberto Monreal, quien no pudo llegar a hacer la reforma tributaria, como se proponía, al ser cesado poco después. Y en 1977, aceptó la cartera de Economía, desde la que, en los apenas ocho meses que estuvo en el cargo, impulsó los Pactos de la Moncloa y la reforma de las Cajas de Ahorros en una línea mucho más pragmática que la posterior LORCA de 1985. En su último discurso, con motivo de su investidura como doctor *honoris causa* de la UNED, afirmó con rotundidad que una de las principales causas de que la economía española comenzara a cambiar de rumbo en 1959 fue la llegada a cargos de responsabilidad de los primeros economistas de la Facultad de Ciencias Económicas.

Este compromiso personal le hacía ser un hombre a veces huraño y siempre incorruptible. Y este es, para mí, el tercer gran rasgo característico de su actitud como economista. Recuerdo haber leído en mis tiempos de estudiante un artículo suyo en la revista «*De Economía*» sobre el mal uso que estaba haciendo el régimen de Franco de las ideas de Keynes. No era el intervencionismo en todas las esferas de la vida económica buscando atajos para el desarrollo económico lo que proponía el economista de Cambridge, advertía Fuentes a los políticos del régimen, sino simplemente que el Estado interviniese en la economía en funciones macroeconómicas de estabilización de la demanda. Y recuerdo su durísima intervención en TVE en julio de 1977, a los tres días de haber tomado posesión como vicepresidente del gobierno, que vi en el aeropuerto de Barajas, diciendo a los españoles los graves problemas económicos a los que había que enfrentarse. Los economistas no están para agrandar, solía decir, sino para cambiar las cómodas costumbres que en un momento determinado habían conducido a la pobreza y al subdesarrollo.

En ningún otro trabajo suyo dejó más clara su concepción de la economía y la función que debían desempeñar los economistas que en su discurso de investidura como doctor *honoris causa* de la Universidad de Oviedo en 1975, sobre «*El papel del sector público en tres economistas asturianos*», Jovellanos, Flórez Estrada y Valentín Andrés Álvarez. Después de pasar revista a la obra de estos tres economistas, de ella se desprendían para Fuentes tres grandes mensajes, que eran los que él mismo quería transmitir: i) una firme defensa del modelo de competencia como sistema básico de organización social, entendido a lo Adam Smith, es decir, como libertad de consumo, de produc-

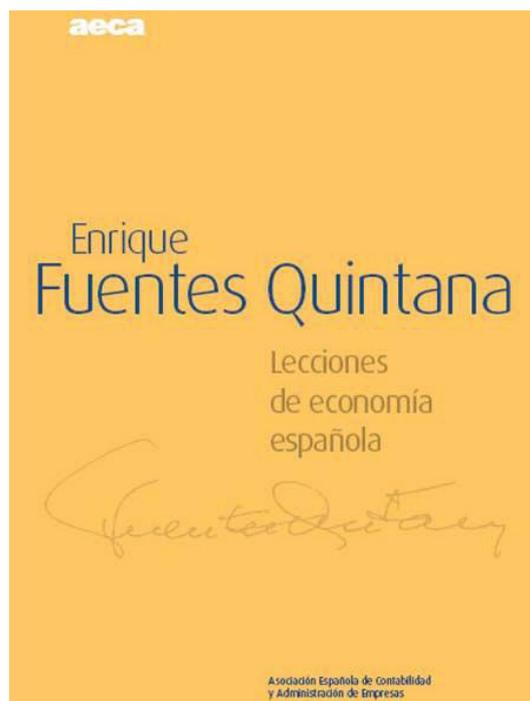
ción y de cambios exteriores, pero sin olvidar los lazos comunes de «simpatía» existentes entre los hombres de todo el mundo; ii) los conocimientos económicos eran absolutamente indispensables para el progreso de la sociedad española, por lo que era imprescindible difundirlos de todas las formas posibles; y iii) la tarea de los economistas no era nada fácil, porque con frecuencia se veían obligados a contrariar costumbres y a exigir esfuerzos a cambio de recompensas que a veces podían tardar tiempo en llegar, lo que obligaba a que fueran honestos por encima de cualquier otra virtud.

«Buenas leyes, buenas luces y buenos fondos», como había dicho Jovellanos, debía ser la máxima de comportamiento del sector público. Buenas leyes, para apartarse del intervencionismo, de los controles y de las prohibiciones. Buenas luces para difundir por todos los medios posibles los conocimientos económicos y para mejorar las dotaciones de capital humano, base de cualquier estrategia de desarrollo económico. Y buenos fondos para dotar a la sociedad de capitales de utilidad pública, evitando en lo posible la imposición sobre los fondos privados que más contribuían al crecimiento económico. Esta máxima, que estuvo también en Flórez y en Valentín Andrés, la asumía completamente Enrique Fuentes.

Citando de memoria el conocido párrafo de Keynes sobre las raras cualidades que debía tener un buen economista, incluido en su obituario sobre Marshall, algo que hacía con frecuencia, Fuentes parecía querer reconocerse a sí mismo. Y, efectivamente, él las tenía prácticamente todas: historiador, matemático, abstracto y concreto, incorruptible y sin temor a decir cosas desagradables, desinteresado y utilitarista, lejano y próximo a la realidad y con una filosofía de la vida más cercana a Weber que a Mandeville o Martínez de Mata.

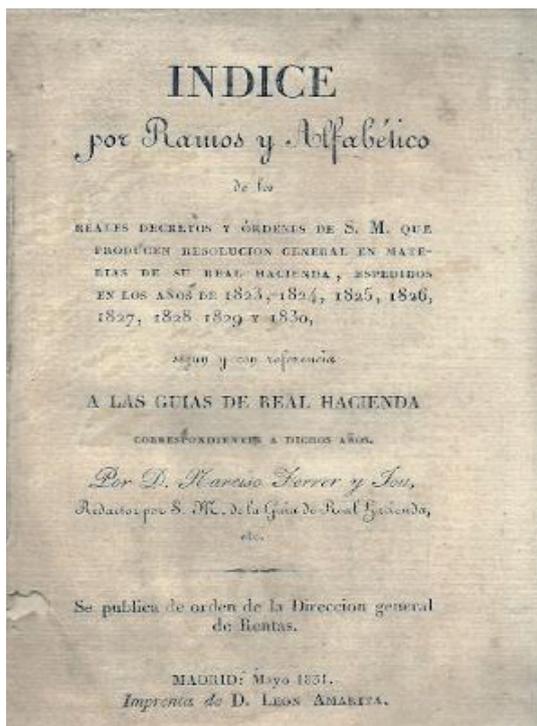
Este concepto de la Economía lo llevó Fuentes a sus manuales, a sus escritos, a las revistas que fundó o refundó —catorce, en total—, a las colecciones de clásicos que promovió, a las instituciones que presidió y a las miles de conferencias e intervenciones públicas que tuvo a lo largo de su vida. Me detendré sólo en sus manuales de Economía y en alguno de los prólogos que escribió para manuales de Hacienda Pública de otros autores, que él mismo tradujo o mandó traducir.

En realidad, el único manual que publicó con pie de editorial e ISBN fue su «*Política Económica*» (Madrid, Doncel, 1959), escrito conjuntamente



te con Juan Velarde, para alumnos de 6º curso de Bachillerato, cuando la economía política volvió a este ciclo educativo después de años de ausencia. Su estructura se parece más a un manual de Estructura Económica de España que a un manual de Economía Política, pero no falta en él una exposición rigurosa de los instrumentos analíticos fundamentales de la ciencia económica. En todo caso, desde el prólogo, dirigido a los alumnos, se dejan ver claramente las intenciones de sus autores: «El tema de la Economía es un tema vital en nuestro tiempo... Con esto queremos significar que la Economía se enfrenta con temas humanos de la mayor importancia y también que estos temas no podrán resolverse sin el progreso de esta Ciencia». En el estudio de la asignatura, no sólo debía guiar a los alumnos un afán meramente especulativo sino un «fervor social» para tratar de «resolver uno de los problemas básicos actuales: el problema de la pobreza».

Después de una larga cita de Marshall sobre las consecuencias de la pobreza, los prologuistas apuntaban directamente a la realidad nacional. Para eliminar la pobreza, decían, sólo había dos caminos: o el de redistribuir la renta, una tarea nada fácil, pues había que tener presente que «la gran propiedad sin cortapisas es fuente de gran riqueza, y que la riqueza, por sí misma, da origen al Poder»; o dar a todos igualdad de oportunidades, siendo la única forma de conseguirlo la de «ofrecer una igualdad de posibilidades en la instrucción». Para ellos, no cabían soluciones drásticas ni



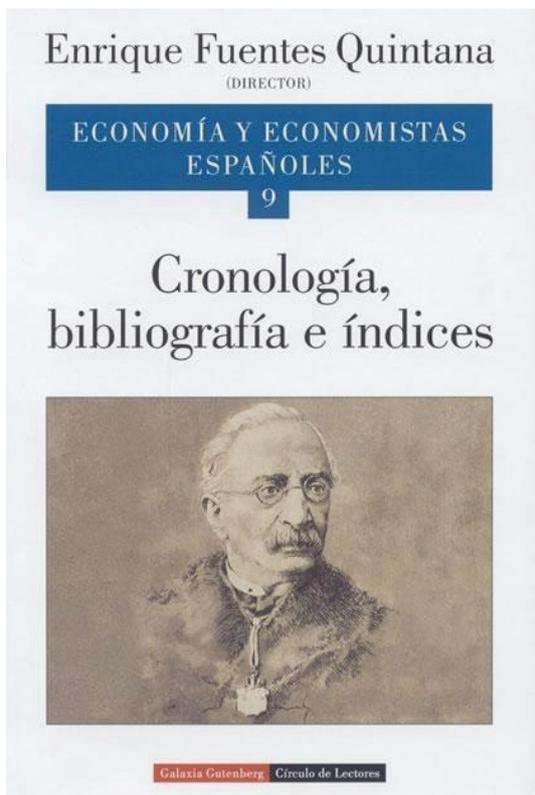
simplistas como las que se habían seguido antes en España, que siempre habían conducido al caos y, por eso, añadían, «no deja de tener interés el que este libro procure chapuzar en el agua fría de la ciencia económica».

Cuando Fuentes empezó a redactar sus *«Apuntes de Hacienda Pública»*, sólo había dos traducciones al español de textos anglosajones de esta disciplina: el de Ursula K. Hicks (*«Hacienda Pública»*, Madrid: Aguilar, 1950), primer intento serio de sistematizar las consecuencias de la revolución keynesiana sobre la Hacienda Pública, y el de Hugh Dalton (*«Principios de Finanzas Públicas»*, Buenos Aires: Depalma, 1948), de menor entidad. En la Universidad española seguían estudiándose entonces textos italianos, principalmente los de De Viti di Marco y Einaudi, y los manuales de Naharro y Álvarez de Cienfuegos, muy cerca de ellos. En los *«Apuntes»* de Fuentes, a la parte 1ª, a la que ya me he referido, de la que formaban parte también unas lecciones dedicadas a delimitar el campo de la Hacienda Pública desde una perspectiva económica y a analizar las distintas perspectivas metodológicas desde las que podía abordarse su estudio, a la que en posteriores ediciones llamaría Introducción, seguían dos grandes partes: una dedicada al Presupuesto y otra a los Principios y Estructura de la Imposición. Si en los primeros años sus *«Apuntes»* fueron clásicos en las teorías del presupuesto y de la imposición y keynesianos en las funciones de estabilización y de desarrollo

económico, poco a poco fueron teniendo entrada en ellos nuevas concepciones de la Hacienda Pública. En renovar continuamente esta síntesis para sus alumnos de la Facultad de Económicas estuvo el gran mérito didáctico de Fuentes Quintana. Y, probablemente, ahí radicó también, en parte, la razón de no haber querido darle nunca forma de libro.

En el prólogo que Fuentes escribió para su traducción de la *«Hacienda Pública»* de A. R. Prest (Madrid, Gredos, 1967) queda perfectamente reflejado el proceso de creación de sus propios *«Apuntes»* y los objetivos que se planteó al cambiar radicalmente el paradigma de los estudios de Hacienda Pública en España. La estructura del libro de Prest era muy distinta a la de los *«Apuntes»*, pero sus tres partes (análisis, descripción y política), estrechamente relacionadas entre sí, respondían exactamente a la concepción de Fuentes de la economía. En la parte dedicada al «Análisis» se estudiaban los efectos económicos de los ingresos y gastos públicos en relación con objetivos mucho amplios que los de la escuela clásica, de acuerdo con las nuevas corrientes de la economía: distribución de los recursos productivos, reducción de los costes de administración fiscal, distribución de la renta, estabilidad económica y crecimiento económico. En la parte «Descripción» se exponían los conocimientos previos de carácter institucional, distintos en cada país en función de sus circunstancias políticas, históricas y fiscales, con los que poder realizar el análisis. Y en la parte «Política», estos principios económicos e institucionales se aplicaban a problemas de actualidad. Fuentes se reconocía perfectamente en este planteamiento.

En la edición de los *«Apuntes»* de 1990, impresa en Madrid por Rufino García Blanco, Fuentes puso una nota introductoria muy significativa. La puesta al día de sus «viejos apuntes» de Hacienda Pública había sido posible, decía, «gracias a la decisiva colaboración y apoyo de los profesores que integran el Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense». Generoso siempre con sus colaboradores, en los capítulos, apéndices y epígrafes que no se debían a su propia pluma aparecían los nombres de quienes los habían escrito. En la edición se reconocían todavía los viejos *«Apuntes»*, pero venían ya a anunciar que sería la última que se haría de ellos. El estudio de la Hacienda Pública en las Universidades de todo el mundo había cambiado y estaba lejos de su propia concepción de la ciencia económica y del papel del economista. La renovación sería una tarea que abordarían,



dos años más tarde, cuatro de sus discípulos: Albi, Contreras, González Páramo y Zubiri, con su manual de «*Teoría de la Hacienda Pública*», dedicado al maestro, pero, significativamente, sin un prólogo suyo.

A partir de entonces, no abandonó, sin embargo, su propio camino sino que lo continuó con la misma fuerza de siempre y hasta el último aliento de su vida. Presidió con mano firme la Academia de Ciencias Morales y Políticas, a la que añadió dos publicaciones periódicas: «*Papeles y Memorias*

de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y *Libros de Economía y Empresa*». Dirigió la Fundación de Cajas de Ahorros (FUNCAS), donde también creó tres nuevas revistas («*Papeles de Economía Española*», «*Perspectivas del Sistema Financiero*» y «*Cuadernos de Economía*»), desde las que, con decenas de colaboradores, siguió el pulso a la actualidad española, en una tarea hercúlea de divulgación de conocimientos, orientados siempre a la reforma de la economía española, que llegaron a todos los españoles a través de las miles de oficinas de las cajas en toda España.

Y finalmente, simultaneándola con las anteriores, a partir de 1993 emprendió la tarea que cabía esperar de su biografía: la publicación de esa monumental obra que es «*Economía y Economistas Españoles*». Lo hizo acompañado de un equipo de dirección, al que fui llamado por él, lo que me permitió tratarle casi a diario durante casi dos lustros. Don Enrique escribió para ella un extenso Ensayo Introdutorio de 400 páginas. De él tomo las siguientes palabras: «Inventariar y evaluar el quehacer de los economistas españoles, situándolo en el marco del pensamiento económico y en la marcha histórica de la Economía, ha constituido una investigación que, por sus dimensiones temporales, por la extraordinaria variedad de sus intérpretes, por el mundo cambiante de sus escenarios históricos y por la dificultad de situar las aportaciones de nuestros economistas en un cuadro coherente que permitiera seguir la historia de sus ideas, no ha sido abordada por ningún economista o grupo de economistas hasta hoy». Para alguien como él, que concebía la Economía como una ciencia moral al servicio del bienestar humano en circunstancias cambiantes de día en día, era un reto demasiado

ENSEÑANZA DE LA ECONOMÍA

La estructura de un ECTS en la práctica

Beatriz Lacomba Arias, Eugenio J. Luque Domínguez y Beatriz Rodríguez Díaz

La enseñanza de conceptos económicos básicos en educación primaria: balance de una experiencia

Cristina Iáñez Bolívar

La estructura de un ECTS en la práctica

Beatriz Lacomba Arias, Eugenio J. Luque Domínguez y Beatriz Rodríguez Díaz

Resumen: Uno de los principales objetivos en el Espacio Europeo de Educación Superior (EEES) es poder llegar a la adopción de un sistema común de acumulación y transferencia de créditos así como de calificaciones en la mayoría de Estados de la Unión Europea, con el fin de permitir una libre circulación de estudiantes y profesionales que pudieran ver sus titulaciones fácilmente equiparables. Es por este motivo que la mayoría de los países han establecido el Sistema Europeo de Transferencia de Créditos («*European Credit Transfer System*», ECTS), dentro de un nuevo modelo educativo basado en la evaluación por competencias. Este reciente contexto formativo ha supuesto una auténtica revolución en los fines, métodos y relaciones organizativas del sistema educativo universitario, y exige la definición de nuevos modelos pedagógicos y estrategias metodológicas que permitan la total y correcta implantación del sistema ECTS.

Palabras clave: Espacio Europeo de Educación Superior (EEES); ERASMUS; Sistema Europeo de Transferencia de Créditos (ECTS); reconocimiento y transferencia de créditos; TIC.

Clasificación JEL: A22; A23.

1. Origen

Entre las medidas encaminadas a la construcción del Espacio Europeo de Educación Superior (EEES) se encuentra el establecimiento del Sistema Europeo de Transferencia de Créditos («*European Credit Transfer System*, ECTS») en las titulaciones oficiales de grado y de posgrado. Este sistema se ha generado a partir de los programas de movilidad de estudiantes Sócrates-Erasmus, facilitando las equivalencias y el reconocimiento de estudios realizados en otros países. Con el fin de que los estudiantes europeos que querían estudiar fuera de su país eligieran los programas más convenientes para su titulación y estos les fueran plenamente reconocidos, la Comisión Europea (CE) creó el denominado Sistema de Transferencia de Créditos (ECTS), que proveía una forma de medir y comparar los resultados académicos y transferirlos de una institución a otra. Los programas de intercambio han sido, de hecho, el embrión del cambio en la educación superior que nació con la Declaración de Bolonia. Los intercambios pusieron de manifiesto la necesidad de una uniformidad en planes de estudio, en contenidos de asignaturas, en sistemas pedagógicos, en recursos informativos y en el proceso evaluador. De ahí la introducción del denominado «*European Credit Transfer System*» (ECTS) en 1989, herramienta indiscutible para que las universidades conocieran, de sus análogas en el extranjero, las horas de docencia de cada asignatura, las horas de trabajo autónomo que el alumno debía dedicar a



su preparación, así como las destinadas a su evaluación (Lacomba, Luque y Rodríguez, 2011). Así, el ECTS fue implantado con el plan ERASMUS y probado durante seis años en 145 universidades en los países miembros de la Unión Europea (UE) y el Área Económica Europea (EEA) en distintas disciplinas. Poco a poco se fueron ampliando las áreas de estudio involucradas y sumándose instituciones que pusiesen en práctica el sistema.

2. Definición y asignación de créditos

El RD 1.125/2003 de 5 de septiembre de 2003 establece, en su artículo 3, el concepto de crédito europeo como «...la unidad de medida del haber académico que representa la cantidad de trabajo del estudiante para cumplir los objetivos del programa de estudios y que se obtiene por la superación de cada una de las materias que integran los planes de estudios de las diversas enseñanzas conducentes a la obtención de títulos universitarios de carácter oficial y validez en todo el territorio nacional. En

esta unidad de medida se integran las enseñanzas teóricas y prácticas, así como otras actividades académicas dirigidas, con inclusión de las horas de estudio y de trabajo que el estudiante debe realizar para alcanzar los objetivos formativos propios de cada una de las materias del correspondiente plan de estudios»..

Por tanto, y de acuerdo con diferentes informes técnicos (ANECA, 2002, y Pagani, 2002), el Sistema Europeo de Transferencia y Acumulación de créditos es un sistema centrado en el estudiante, que se basa en la carga de trabajo necesaria para la consecución de los objetivos de un programa. Estos objetivos se especifican preferiblemente en términos de los resultados del aprendizaje y de las competencias que se han de adquirir.

El ECTS es el único sistema de créditos que se ha ensayado y utilizado con éxito en toda Europa. Se estableció inicialmente para la transferencia de créditos. Actualmente se está convirtiendo en un sistema de acumulación que podrá aplicarse a nivel institucional, regional, nacional y europeo. Éste es uno de los objetivos clave de la Declaración de Bolonia de junio de 1999.

El ECTS hace que los programas de estudio resulten fácilmente comprensibles y comparables para todos los estudiantes, tanto locales como extranjeros; facilita la movilidad y el reconocimiento académico; ayuda a las universidades a organizar y revisar sus programas de estudios; puede ser utilizado para diversos programas y modalidades de enseñanza, y hace que la Educación Superior Europea sea más atractiva para los estudiantes de otros continentes.

Se basa en el acuerdo de que 60 créditos miden la carga de trabajo de un estudiante a tiempo completo durante un curso académico. Esta carga equivale, en la mayoría de los casos, a 36/40 semanas por año. En España, el número mínimo de horas por crédito es de 25, y el máximo de 30 (RD 1.125/2003 art. 4.3). Estas horas deben incluir el tiempo invertido en asistencia a clases, seminarios, estudio independiente, preparación y realización de exámenes, etc. La carga de trabajo total necesaria para obtener un título de primer ciclo que dure oficialmente de tres a cuatro años se expresa como 180 o 240 créditos, respectivamente.

3. Calificaciones y documentos

Para obtener los créditos deben superarse los exámenes o las evaluaciones pertinentes y el nivel de preparación de los estudiantes se expresará con

calificaciones que tienen que reflejarse en su expediente académico. Estas calificaciones deben ser fácilmente transformables en una escala europea, grados ECTS, que tiene en cuenta los porcentajes de éxito de los estudiantes en cada asignatura:

- A el 10 por ciento mejor.
- B el 25 por ciento siguiente.
- C el 30 por ciento siguiente.
- D el 25 por ciento siguiente.
- E el 10 por ciento siguiente.

Se hace una distinción entre las notas «FX» y «F», que se asignan a los estudiantes que no aprueban. «FX» significa: «suspense-se requiere un poco más de trabajo para aprobar», y «F» significa: «suspense-se requiere bastante más trabajo para aprobar».

Otro punto clave este sistema es la utilización de documentos normalizados, que suministran información sobre los programas de estudios y los resultados obtenidos por los estudiantes, entre ellos los fundamentales son:

- La Guía Docente, que debe contener toda la información relevante de la institución y de los programas de estudio con detalle de las asignaturas y los créditos asignados a cada una de ellas





— Los Certificados Académicos («*Transcript of records*»), donde se enumeran las asignaturas aprobadas haciendo constar los créditos ECTS y las calificaciones obtenidas del estudiante con el cuadro de conversión a grados ECTS

— El Suplemento Europeo al Título, documento anexo a un título de enseñanza superior que proporciona una descripción estandarizada de la naturaleza, nivel, contexto, contenido y rango de los estudios seguidos y completados con éxito por el titulado. El suplemento proporciona transparencia y facilita el reconocimiento académico y profesional de las cualificaciones (diplomas, títulos, certificados, etc.).

4. Convergencia europea

El sistema ECTS se ha desarrollado también como mecanismo de acumulación de créditos, es decir, desde la implantación de los Grados en el modelo educativo español, ya no se usa sólo para los estudiantes en programas de movilidad, sino para todos los estudiantes. Los créditos se acumulan según un plan educativo que las universidades diseñan en el contexto de las directrices de los objetivos educativos y de los perfiles académicos y profesionales de cada carrera. El tener un crédito común es pues una pieza básica en el desarrollo del EEES, haciendo este entorno más transparente, más entendible y más atractivo, a la vez que facilita la movilidad de los agentes educativos, profesores y alumnos, en cualquier momento de la vida. De esta forma, el trabajo desarrollado por un estudiante debería ser fácilmente reconocible en cuanto a nivel, calidad y formación en todos los estados que tengan implantado el crédito ECTS

El modelo educativo de muchos países no se basaba en sistemas de créditos, algunos no coincidían en el valor numérico y en otros, como era el caso de España, la concepción de crédito (número de horas lectivas) no era la del ECTS (volumen de trabajo del estudiante para adquirir las compe-

tencias propias del Plan de Estudios). Con mayor rapidez de lo esperado, los países europeos han cambiado sus prácticas educativas, e incluso su legislación, para implantar el crédito europeo como pieza angular de su sistema educativo. Se espera que éste sea pronto el único sistema europeo que vertebré la educación superior en Europa.

Las principales ventajas que, en la práctica, se derivan de la extensión de este nuevo contexto educativo pueden concretarse en:

— Incrementar la transparencia para comprender y comparar fácilmente los distintos sistemas educativos

— Facilitar el reconocimiento de las cualificaciones profesionales y dotar al sistema de flexibilidad con mayores oportunidades de formación en la UE

— Facilitar la movilidad regional, nacional e internacional, con reconocimiento completo de los estudios cursados

— Incrementar la colaboración entre universidades y la convergencia de las estructuras educativas

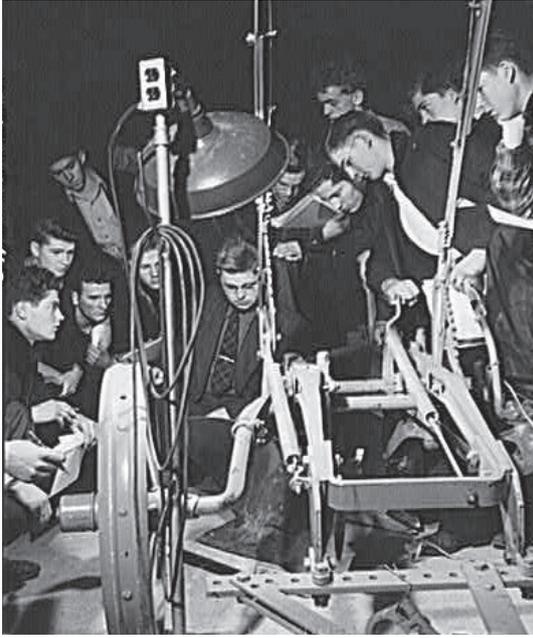
— Fomentar el aprendizaje en cualquier momento de la vida y en cualquier país de la UE y con cualquier tipo de enseñanza (*Life Long Learning-LLL*)

5. Consecuencias sobre los modelos educativos

La adopción del sistema de créditos ECTS implica una reorganización conceptual de los sistemas educativos para adaptarse a los nuevos modelos de formación centrados en el trabajo del estudiante.

Este sistema exige una nueva fórmula para calcular la dedicación del profesorado. No se deberán tener en cuenta sólo las horas de docencia presenciales y tutorías, puesto que los profesores al adoptar los nuevos métodos docentes, tienen que invertir un tiempo mayor en la preparación de sus asignaturas y en la atención personalizada de los estudiantes.

La concepción de enseñanza que plantea por tanto un modelo educativo basado en el crédito ECTS provoca cambios en los roles del docente y del discente. Así, la formación universitaria debe producir en el alumnado un desarrollo de competencias, en términos de habilidades y capacidades. Esto implica una transformación total en las formas de hacer de ambas partes, debiendo redefinirse los



papeles de profesor y alumno. Se ha de llevar a cabo un replanteamiento pedagógico desde todos los niveles: elaboración de los programas, sistemas de evaluación, planificación de actividades- todo recogido en las Guías Docentes- redefinición de clases presenciales y del contenido teórico, diseño de recursos y materiales didácticos, etc. En este contexto, es un elemento clave el desarrollo de recursos didácticos basados en las tecnologías digitales de la información y la comunicación (TIC). De acuerdo con la filosofía que subyace en el proceso de Bolonia y la construcción del EEES, el alumno es el verdadero protagonista del proceso enseñanza-aprendizaje. Este hecho necesariamente debe implicar cambios en las estrategias y diseños docentes tradicionales, que deben estar orientados al desarrollo de competencias (conocimientos, habilidades y actitudes), subrayar el papel activo y responsable del estudiante en su pro-

pio proceso de aprendizaje, y disminuir el énfasis en la transmisión del conocimiento por parte del profesor (Bárcena, Imedio, Lacomba y Parrado, 2011).

Toda esta nueva metodología docente y concepción del modelo de educación superior basado en el ECTS, tiene como finalidad facilitar el desarrollo de una acción formativa flexible, centrada en el estudiante y adaptada a sus características y necesidades, con seguimiento individualizado y continuo de los alumnos.

Referencias bibliográficas

ANECA (2002): Sistema Europeo de Transferencia y Acumulación de Créditos-ECTS, Dirección General de Educación y Cultura/Comisión Europea.

ANECA (2003): El Programa de Convergencia Europea, El Crédito Europeo.

BÁRCENA, E.; IMEDIO, L.; LACOMBA, B. y PARRADO E.M. (2011): «La Estadística Descriptiva y las TIC», @tic revista d'innovació educativa, Universidad de Valencia, págs. 30-37.

LACOMBA, B.; LUQUE, E.J. y RODRÍGUEZ, B. (2011): «Programa Erasmus: Globalización de los estudios de Economía», eXtoikos n.º 3, págs. 107-110.

PAGANI, R. (2002): Informe Técnico. El Crédito Europeo y el Sistema Educativo Español, Grupo técnico nacional de expertos, ECTS Counsellors & Diploma Supplement Promoters, Madrid.

La enseñanza de conceptos económicos básicos en educación primaria: balance de una experiencia

Cristina Iáñez Bolívar

Resumen: En este artículo se da cuenta del balance de una iniciativa puesta en práctica en varios centros educativos andaluces, tendente a familiarizar a los estudiantes de los primeros cursos de educación primaria con los conceptos económicos básicos.

Palabras clave: Enseñanza de la Economía; educación primaria.

Códigos JEL: A21; IAA.

1. Introducción

El incesante proceso de globalización y de cambio permanente en el que nos vemos inmersos, unido al impacto de los devastadores efectos de la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 sobre la situación financiera de las familias, empresas y administraciones públicas, no ha hecho más que poner de relieve la importancia de disponer de unos mínimos conocimientos económicos para poder entender las claves de lo que pasa en el mundo y afrontar con ciertas dosis de autonomía las decisiones que afectan a nuestro bienestar presente y futuro (Dominguez Martínez, 2012).

La existencia de carencias en los planos de la educación económica y financiera puede conducir a los individuos a adoptar decisiones no acertadas, llevándolas a incurrir en pérdidas patrimoniales, a la asunción de niveles de riesgo excesivos e inasumibles y, en casos extremos, a una situación de exclusión financiera (OCDE, 2005).

Desmitificada la idea de que los conceptos financieros son hostiles y que se encuentran reservados a los especialistas, durante los últimos años se ha desplegado una verdadera cruzada a escala internacional, multiplicándose las iniciativas tendentes a disminuir los déficit constatados en la ciudadanía en materia de educación financiera (Dominguez Martínez, 2012).



Al margen de la naturaleza de los actuaciones y de los diferentes canales que pueden emplearse para difundir la educación financiera entre la ciudadanía, existe un amplio consenso entre los diferentes organismos internacionales con competencias en esta materia, en que los programas formativos en materia económica y financiera resultan tanto más eficaces cuanto antes comiencen a impartirse. La adecuada familiarización con los conceptos económicos básicos, desde las edades más tempranas, pueden ayudar en la edad adulta a elegir los productos y servicios financieros que mejor se adapten a sus necesidades (Banco de España y Comisión Nacional de Valores, 2008).

2. La enseñanza de la economía en educación primaria en España

Reconocido lo anterior, habría que preguntarse en qué medida el sistema educativo español res-



ponde a tales exigencias, particularizando a la situación de las materias económicas en la primera etapa educativa.

Repasada la configuración de los planes de estudio de la fase formativa inicial por la que pasan nuestros alumnos, sorprende que no exista ninguna asignatura específica sobre cuestiones económicas, máxime cuando en el Real Decreto 1.513/2006, de 7 de diciembre, por el que se establecen las enseñanzas mínimas de la Educación Primaria se fija que el diseño curricular debe promover, de forma integral, las aptitudes y capacidades del alumnado, procurar que adquiera los aprendizajes esenciales para entender la sociedad en la que vive y poder actuar en ella y comprender la evolución de la humanidad a lo largo de su historia.

No obstante lo anterior, ciertas Comunidades Autónomas, entre las que se encuentra Andalucía, han optado por efectuar una primera aproximación del alumnado al valor del dinero a través de la asignatura de Matemáticas en los seis cursos académicos que la comprenden. En su programación docente se dedica una unidad al: 1) conocimiento de las monedas y billetes; 2) establecimiento de equivalencias sencillas entre diferentes valores; y 3) cálculo del valor y proporción de cambio a compras ficticias utilizando los tipos de monedas existentes (Domínguez y López, 2011).

Sin embargo, su tratamiento queda constreñido por la amplitud de los temarios y por las directrices que marcan la elaboración de la programación docente atendiendo a las competencias que deben

desarrollarse. El Real Decreto 230/2007, de 31 de agosto, por el que se establecen las enseñanzas mínimas de la Educación Primaria en Andalucía, marca que los alumnos y las alumnas deben iniciarse en la resolución de problemas que requieran la realización de operaciones elementales de cálculo, conocimientos geométricos y estimaciones, así como ser capaces de aplicarlos a las situaciones de su vida cotidiana.

3. Balance de una experiencia

Atendiendo al marco descrito, se ha desarrollado una prueba piloto dentro de la programación de la asignatura de Matemáticas, para varias clases de primer ciclo de educación primaria, que cursan sus estudios en diversos centros educativos públicos de las provincias de Granada y Almería. El objetivo de la misma es desarrollar una serie de juegos y ejercicios, por los que, de forma amena, los pequeños vayan adquiriendo los conocimientos elementales y vayan desarrollando las destrezas y las habilidades que les permitan comprender conceptos clave como el dinero, el presupuesto, los ingresos, los gastos, el ahorro y el endeudamiento, entre otros, y que sean capaces de extrapolar a la vida cotidiana.

Para ello, se definió una serie de tareas: colorear un dibujo, limpiar la pizarra, ayudar a sus compañeros en el desarrollo de tareas, ordenar los materiales de clase, que una vez desarrolladas en un tiempo estimado les daría derecho a la percepción de una cantidad de dinero en una moneda ficticia cuya denominación fue elegida por ellos mismos «Esponjitos». En caso de que la tarea elegida por

los mismos no fuera desarrollada adecuadamente o en un tiempo superior al fijado, la cantidad de «Esponjitos» sería inferior a la estipulada, estableciéndose, del mismo, penalizaciones en caso de que dificultaran el desarrollo de las actividades al resto de sus compañeros.

Con la cantidad de dinero obtenida podían adquirir, en orden de menor a mayor valor, chucherías, cromos, lápices de colores, y pequeños juguetes.

Una vez efectuado el posible canje, se daba la posibilidad de que pudieran prestarse entre sí para efectuar nuevas «compras», al tipo que convinieran entre ellos o, en su defecto, guardar el dinero excedente para una nueva ronda en la que se repetiría el proceso.

Entre ambas sesiones, a los largo de tres clases de una hora de duración cada una de ellas, se utilizaron fichas y otros materiales creados a partir de los contenidos de los portales de educación financiera «Edufinet» y «Finanzas para todos», orientadas al cumplimiento de los siguientes objetivos:

- Precisar cuánto dinero ingresamos y gastamos durante un periodo definido.
- Diferenciar entre gastos fijos «obligatorios», variables «necesarios» y «superfluos».
- Aprender a elaborar y administrar el presupuesto personal.
- Plantear metas y objetivos financieros concretos y alcanzables.
- Estimular el ahorro, así como el consumo y el endeudamiento responsables.
- Conocer qué es el sistema financiero y los aspectos básicos de una operación de ahorro y de préstamo.

Del desarrollo de esta prueba piloto se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- Atendiendo al marco en el que puede desarrollarse la iniciativa, en la impartición de la asignatura «Matemáticas», el empleo de monedas y billetes ficticios facilita el desarrollo de operaciones de cálculo elementales.

— En materia de educación financiera propiamente dicha, los/as alumnos/as mostraron:

- Capacidad para cuantificar con precisión los ingresos obtenidos y dificultar para cuantificar sus gastos, máxime cuando partían de una situación deficitaria en la segunda de las sesiones prácticas.
- Tendencia a tipificar la totalidad de los conceptos de gasto como «obligatorios».
- Serias dificultades para elaborar su presupuesto personal, con una marcada tendencia a sobrevalorar los posibles ingresos que podían obtener y minusvalorar los gastos que iban a asumir.
- Escasa tendencia al ahorro (sólo un 12 por ciento de los alumnos no consumió la totalidad de los ingresos obtenidos).
- Preferencia por el consumo presente frente al futuro.
- Reducida propensión a pedir prestado: sólo un alumno pidió un préstamo, que fue concedido a «tipo de interés nulo» por su compañero, para la compra de bienes de menor precio.
- Preferencia por la compra de los bienes más baratos.
- Dificultad para entender qué es sistema financiero y por qué existen los bancos, si se pueden desarrollar operaciones de trueque entre particulares.
- Mejor comprensión de las operaciones de ahorro que de endeudamiento.

Referencias bibliográficas

BANCO DE ESPAÑA y COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2008): Plan de Educación Financiera 2008-2012.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M. (2012): «Economía y finanzas para periodistas», eXtoikos, n.º 7, págs. 79-80.

DOMÍNGUEZ, J. M. y LÓPEZ, R. (2011): «La Economía en el sistema educativo español», eXtoikos, n.º 1, págs. 91-93.

OCDE (2005): Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies.

COYUNTURA ECONÓMICA

Indicadores económicos básicos
Instituto Econospérides

Indicadores económicos básicos

Instituto Econospérides

	Economía internacional EE.UU.		Eurozona		Economía española		Economía andaluza		Periodo dato 2012	Fuentes	Comentario
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012			
Actividad económica											
1. PIB a precios de mercado (T.V.Interanual (%))	1,7	2,1	1,6	-0,4	0,4	-1,3	-0,1	-1,1	II Trim.	BdE, INE e IEA	Desaceleración del crecimiento en las economías desarrolladas, en un contexto de mayor inestabilidad en los mercados financieros, fundamentalmente por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la Zona Euro.
2. Demanda nacional (aportación al crecimiento. p.p.)	1,7	2,2	0,5	-2,1	-1,9	-3,9	-2,4	-4,0			
3. Sector exterior (aportación al crecimiento. p.p.)	0,0	-0,1	1,0	1,7	2,3	2,6	2,5	2,9			
Mercado laboral											
4. Ocupación (T.V.Interanual (%))	0,6	1,3	0,1	-0,6	-3,3	-4,6	-3,5	-4,8	II Trim.	Eurostat e INE	Continúa el ritmo de ajuste del empleo. La tasa de paro en España equivale a 2,3 veces a la correspondiente al conjunto de la Zona Euro.
5. Tasa de paro (%)	8,9	8,2	10,1	10,6	22,9	24,6	31,2	33,9			
Precios											
6. IPC (T.V.Interanual (%))	3,1	1,7	2,7	2,7	2,4	3,5	2,1	3,1	Sept.	Eurostat e INE	Aumento significativo de la inflación debido, fundamentalmente, al incremento de los precios de los medicamentos y la subida de los tipos de gravamen del IVA
Sector exterior											
7. Balanza de pagos. Saldo comercial (T.V.Interanual (%))	-12,0	1,6	-69,5	1.145,0	16,9	26,6	-31,0	-22,5	II Trim.	Eurostat, INE e IEA	Continúa la tendencia de corrección del déficit comercial En España y en Andalucía a pesar del repunte de las importaciones
Sector público											
8. Superávit (+)/Déficit (-) Total AA.PP. (%s/PIB)	-9,6	-8,3	-4,1	-3,2	-8,5	-6,4	-3,2 ⁽¹⁾	-1,5	Prev.	BCE, BdE y JA	Aumento de la deuda e incumplimiento de los objetivos de déficit público
9. Deuda pública (%s/PIB)	102,9	108,9	87,2	92,4	68,5	80,9	9,8 ⁽¹⁾	15,8	Prev.		
Sector monetario y financiero											
10. Tipo de interés de intervención (%)	0,75	0,75	1,00	0,75	--	--	--	--	III Trim.	Fed, BCE, BdE y WFE	Reducción de los tipos de interés por parte del BCE, con perspectivas de nuevas bajadas. Traslado a los tipos interbancarios. Contención de la prima de riesgo tras el anuncio del paquete de medidas de compra de deuda de los Estados periféricos por parte del BCE. Inestabilidad en las bolsas de valores. Mantenimiento de la tendencia descendente de los créditos y los depósitos.
11. Tipos de interés de mercado (%) ⁽²⁾	0,52	0,10	2,00	0,67	--	--	--	--			
12. Rendimiento de la deuda pública a 10 años. Media (%)	2,80	1,71	4,31	3,37	5,44	5,91	--	--			
13. Índice General del Mercado de Valores. Valor Cierre (%) ⁽³⁾	0,0	14,6	-5,5	12,0	-14,6	-9,8	--	--	II Trim.		
14. Crédito a familias y empresas (T.V.Interanual (%))	9,9	4,2	4,0	3,9	-3,2	-4,8	-4,6	-5,7			
15. Depósitos de familias y empresas (T.V.Interanual (%))	6,7	5,7	4,7	2,8	-3,9	--	-6,2	-6,5			

Notas:

⁽¹⁾ Correspondiente a la Junta de Andalucía.

⁽²⁾ Tipos de interés interbancario a 1 año para EE.UU.; Euríbor a 1 año para la Eurozona.

⁽³⁾ Índice S&P 500 para EE.UU.; Índice Eurostoxx 50 para la Eurozona; Índice Ibex-35 para la economía española.

(Fecha de actualización: 12.10.2012)

GRÁFICO SELECCIONADO

Evolución del Ibex-35

Rafael Romero Moreno

Evolución del Ibex-35

Rafael Romero Moreno

Resumen: En esta nota se trata de explicar qué es el Ibex-35, cómo se calcula, y su evolución histórica

Palabras clave: Ibex-35; ciclo bursátil; mercados financieros; bolsas de valores; globalización.

Códigos JEL: G10; Y10.

1. ¿Qué es el Ibex-35?

El Ibex-35 es un índice «bursátil», diseñado para mostrar las variaciones de valor o rentabilidades promedio de las acciones que lo componen, permitiendo reflejar el comportamiento de la bolsa de valores española de la forma más fiel posible. Por ello, para su elaboración se eligen, de entre todos los valores que cotizan en el mercado español, aquellos que van a integrar el índice, de manera que la muestra elegida sea lo más representativa posible del mercado.

El índice Ibex-35 es el índice oficial del Mercado Continuo Español, que es el mercado de valores que permite realizar compra ventas de valores desde las cuatro bolsas españolas. Está elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME).

2. ¿Cómo se calcula?

Se calcula tomando como referencia los precios de las 35 empresas más representativas. Estas compañías se seleccionan cada seis meses por un Comité Asesor Técnico en función del grado de liquidez (la capacidad de vender las acciones rápidamente sin pérdida de valor), el volumen de negocio (la cantidad de dinero que se negocia en una jornada bursátil) y la capitalización (el valor de mercado del total de las acciones, o lo que costaría comprar toda la empresa a los precios que cotiza en el mercado).

Así, los valores de escasa liquidez o de baja capitalización bursátil son reemplazados por otros que reúnan los requisitos para ser valores más representativos. Las empresas con mayor capitalización bursátil tienen mayor peso dentro del índice, por lo que sus alzas y bajas influirán en mayor medida en el movimiento final del Ibex-35.

Adicionalmente a la capitalización y negociación de los valores integrantes en el Ibex-35, el número de acciones de cada compañía tomado para el cálculo del valor del índice se corrige por un coeficiente, en función de su tramo de capital flotante (porcentaje de la capitalización teórica de la acción que verdaderamente es intercambiable en la bolsa).

El índice no tiene en cuenta el descuento de los dividendos. Lo anterior significa que una cartera que replique el Ibex-35, tendrá una rentabilidad superior a la del índice en la cuantía de los dividendos pagados.

3. Evolución histórica del Ibex-35

En el gráfico 1 se representa la evolución del Índice Ibex-35 desde el comienzo de su cálculo en enero de 1987, hasta enero de 2012. Se observa que el fuerte incremento de los precios a comienzos de 1987 desapareció tras el *crash* bursátil del mes de octubre de ese mismo año. También destacan las caídas en 1990, tras la invasión de Kuwait y la crisis en Latinoamérica de 1994.

Grafico 1: Evolución histórica del Ibex-35. Enero de 1987-enero de 2012



Fuente: Bloomberg.

Tras superar estas crisis, el mercado inició un gran movimiento alcista, que permitió generar importantísimas plusvalías a los inversores de largo plazo, ya que el índice cotizaba por encima del nivel de 10.000 puntos en junio de 1998 (multiplicando por cuatro el nivel inicial en 1987). En 1998 se vivió otra gran crisis iniciada con el colapso del mercado de bonos ruso, por la venta masiva de posiciones de un gran fondo de capital riesgo. La recuperación fue rápida tras la asistencia financiera de la Reserva Federal de los Estados Unidos y la aplicación de una política monetaria muy expansiva, que produjo una burbuja especulativa ligada al sector tecnológico hasta agosto de 2000. Subidas de tipos y desaceleración económica desinflaron las irreales expectativas de los inversores, llevando al índice a caer más de un 50 por ciento hasta el año 2003. Valoraciones más realistas y un nuevo ciclo económico alcista gracias a tipos bajos, permitieron al Ibex alcanzar sus máximos cerca del nivel 16.000 a finales de 2007.

En 2008 se inició la actual crisis financiera desde el mercado inmobiliario de Estados Unidos y se fue contagiando al resto del mundo y sectores de actividad, reflejándose en la evolución del Ibex-35, con numerosos altibajos, el deterioro del entorno macroeconómico y las incertidumbres de cara al futuro, llegando a cotizar en los últimos meses en niveles no vistos en diez años.

4. Conclusiones

La evolución del Ibex-35 recoge las expectativas de los inversores con respecto a la evolución de

la actividad y los resultados de las empresas cotizadas, en un entorno macroeconómico, político, legislativo y social, actual y futuro. El estudio del pasado nos enseña que el ciclo bursátil suele adelantarse al ciclo económico, provocando burbujas especulativas en momentos de euforia económica y grandes caídas en momentos de pánico, y su evolución influye notablemente en el propio ciclo económico y en las decisiones de gobernantes, inversores, empresarios y consumidores.

Con la actual globalización económica y financiera, la evolución de un mercado financiero, en particular, contagia positiva o negativamente al resto del mundo, por lo que su correcto funcionamiento y estabilidad, aporta un entorno que facilita las relaciones económicas y el bienestar de toda la población mundial.

Lo anterior requiere un esfuerzo conjunto de las autoridades internacionales para una común legislación y supervisión global en el futuro, así como un esfuerzo en la educación financiera de la ciudadanía que permita no volver a cometer los mismos errores que en el pasado.

Finalmente, la evolución de las Bolsas suelen mostrar buenas oportunidades de inversión para los inversores pacientes que puedan asumir riesgo de pérdidas, siempre que adquieran títulos de buenas compañías con un horizonte de inversión a largo plazo, especialmente en los momentos previos a la resolución de una crisis económica como la actual.

RADIOGRAFÍA ECONÓMICA

Los niveles de renta en las regiones mediterráneas

Felisa Becerra Benítez

Los niveles de renta en las regiones mediterráneas

Felisa Becerra Benítez

Resumen: Este artículo intenta reflejar brevemente las disparidades existentes en niveles de renta entre los Estados miembros de la Unión Europea (UE) y, especialmente, entre los países y regiones mediterráneas. La información disponible permite comprobar cómo, en general, las regiones del sur de Europa cuentan con niveles de renta inferiores al promedio comunitario y cómo estas diferencias no se han acortado significativamente en los últimos años.

Códigos JEL: R11.

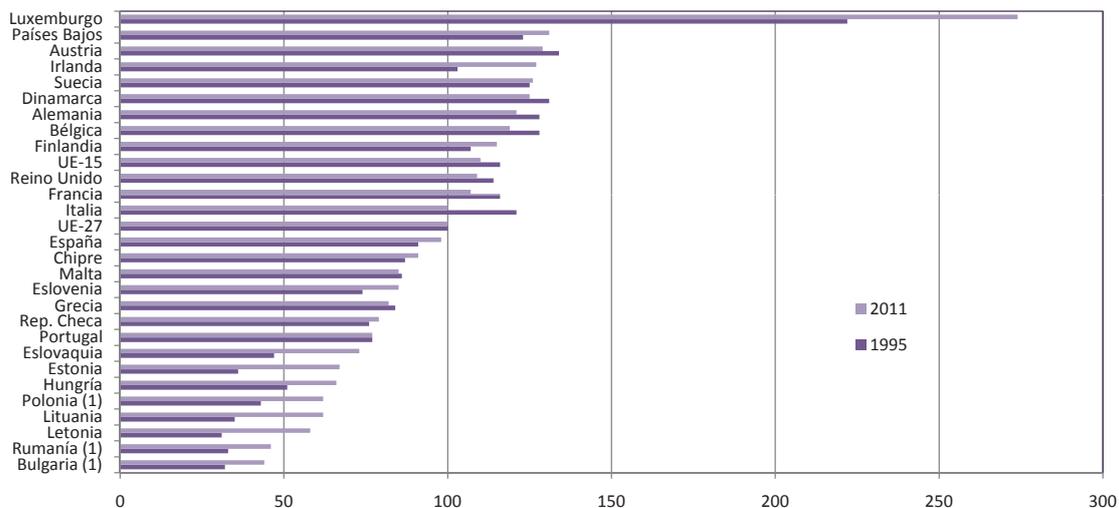
Palabras clave: PIB per cápita; paridad poder adquisitivo; disparidades regionales.

Uno de los principales objetivos de la Unión Europea es lograr un desarrollo equilibrado y sostenible, mediante el reforzamiento de la cohesión económica y social. Para ello, es primordial lograr un desarrollo territorial equilibrado que tenga en cuenta la diversidad de los territorios dentro de la Unión Europea. De esta forma, la Política Regional Comunitaria ha llegado a convertirse en una de las políticas comunitarias más importantes, especialmente desde el último

tercio de los ochenta, aunque tiene antecedentes en la década de los sesenta y setenta.

Aunque dicha cohesión abarcaría multitud de aspectos, generalmente se considera que el Producto Interior Bruto por habitante o PIB per cápita (pc) es uno de los indicadores más útiles para medir las diferencias o disparidades entre territorios o regiones, ya que, pese a algunas críticas recibidas, es la variable más representativa del nivel

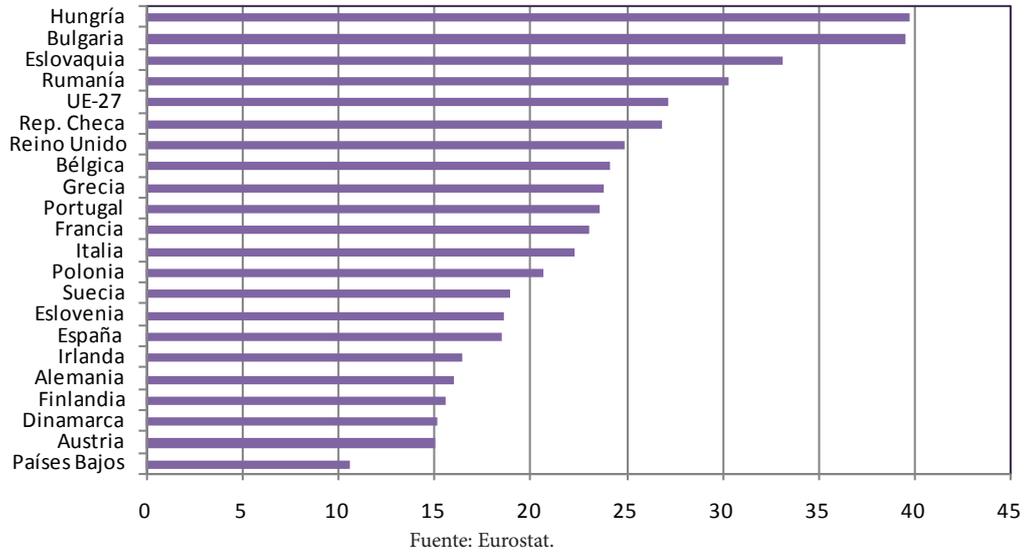
Gráfico 1: PIB per cápita en paridad de poder de compra en la UE (UE-27=100)



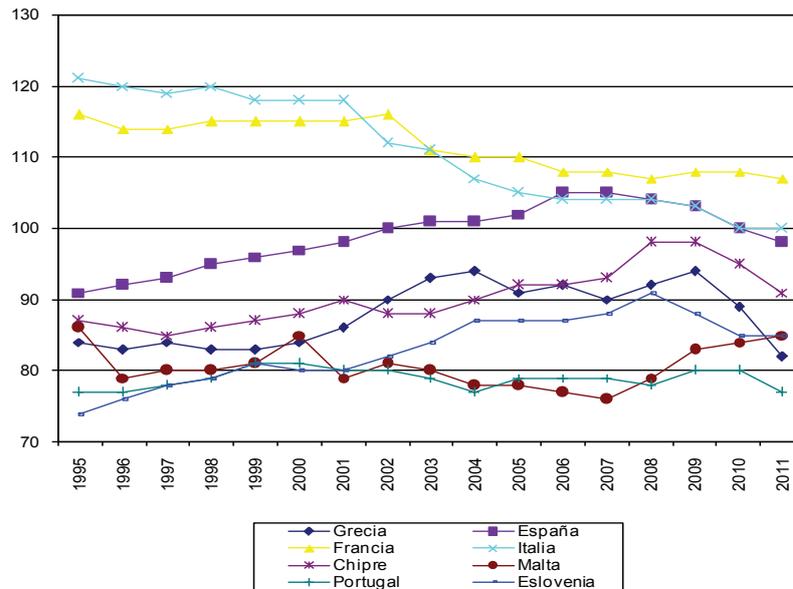
(1) Los datos de Rumanía corresponden a los años 1996 y 2010. Últimos datos de Bulgaria y Polonia correspondientes a 2010.

Fuente: Eurostat.

**Gráfico 2: Dispersión del PIB regional en la UE
(Porcentaje del PIB nacional por habitante)**



**Gráfico 3: Evolución del PIB per cápita en paridad de poder de compra en los países mediterráneos de la UE
(UE-27=100)**



Fuente: Eurostat.

de desarrollo económico de un país. Para establecer comparaciones entre países suelen utilizarse los datos en términos de PPS (*Purchasing Power Standard* —estándar de poder adquisitivo—), lo que permite comparar el poder adquisitivo de países con distintas monedas nacionales, utilizando como factor de conversión la diferencia en los niveles de precios.

En la Unión Europea, pese a ser una de las regiones más prósperas del mundo, se observan diferencias significativas tanto entre los Estados miembros como dentro de cada país. En concreto,

y de acuerdo a los datos de Eurostat (Oficina Estadística de la Unión Europea), el PIB pc de Luxemburgo representaba en 2011 el 274 por ciento de la media comunitaria, unas 6 veces más que el PIB pc de Bulgaria (44 por ciento). Así, 8 países cuentan con una producción per cápita inferior al 75 por ciento del promedio comunitario, mientras que 7 países tienen un PIB pc superior al 120 por ciento de dicho promedio.

Del mismo modo, también las disparidades dentro de los propios Estados miembros son relevantes, más aún en algunos de los países que

Cuadro 1. PIB per cápita a precios corrientes. Paridad poder adquisitivo

(UE-27=100)	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009
GRECIA	84	84	91	92	90	92	94
Voreia Ellada	78	74	72	73	72	74	75
Anatoliki Makedonia, Thraki	68	63	67	66	66	68	70
Kentriki Makedonia	82	78	73	74	73	75	76
Dytiki Makedonia	84	76	82	84	85	85	86
Thessalia	74	71	72	73	69	71	72
Kentriki Ellada	83	80	76	76	74	74	74
Ipeiros	61	71	66	65	64	64	65
Ionia Nisia	71	82	90	87	86	86	81
Dytiki Ellada	70	66	69	69	66	67	66
Stereia Ellada	125	101	89	88	84	86	87
Peloponnisos	76	83	74	77	75	74	76
Attiki	91	95	116	120	117	120	124
Nisia Aigaiou, Kriti	82	86	90	89	87	91	91
Voreio Aigaio	70	68	73	73	74	77	76
Notio Aigaio	91	103	111	110	109	114	114
Kriti	83	83	84	84	81	84	85
ESPAÑA	91	97	102	105	105	104	103
Aragón	98	102	109	112	114	115	113
Cataluña	111	118	121	123	123	120	120
Comunidad Valenciana	87	94	94	96	95	94	91
Islas Baleares	111	120	114	115	113	111	110
Andalucía	68	72	79	81	81	80	79
Región de Murcia	76	81	86	87	87	88	86
Ciudad Autónoma de Ceuta	77	83	93	95	96	91	94
Ciudad Autónoma de Melilla	82	83	90	94	94	85	87
FRANCIA	116	115	110	108	108	107	108
Rhône-Alpes	117	117	111	110	110	108	109
Languedoc-Roussillon	91	89	86	85	85	84	86
Provence-Alpes-Côte d'Azur	108	106	104	103	99	99	101
Corse	85	86	85	84	85	85	90
ITALIA	121	118	105	105	104	104	104
Piemonte	--	--	--	--	115	114	111
Liguria	--	--	--	--	110	112	111
Lombardia	--	--	--	--	133	136	133
Veneto (NUTS 2006)	--	--	--	--	123	121	120
Friuli-Venezia Giulia (NUTS 2006)	--	--	--	--	121	119	116
Emilia-Romagna (NUTS 2006)	--	--	--	--	130	130	127
Toscana (NUTS 2006)	--	--	--	--	112	112	114
Umbria (NUTS 2006)	--	--	--	--	99	98	96
Marche (NUTS 2006)	--	--	--	--	107	105	105
Lazio (NUTS 2006)	--	--	--	--	122	120	121
Abruzzo	--	--	--	--	86	87	86
Molise	--	--	--	--	84	82	84
Campania	--	--	--	--	66	66	67
Puglia	--	--	--	--	69	68	69
Basilicata	--	--	--	--	74	74	75
Calabria	--	--	--	--	66	67	68
Sicilia	--	--	--	--	68	68	68
Sardegna	--	--	--	--	78	80	80
CHIPRE	87	88	90	91	92	99	100
MALTA	86	85	78	76	76	79	82
PORTUGAL	77	81	80	79	79	78	80
Algarve	85	88	89	88	88	86	85
Alentejo	71	75	73	74	73	71	72
ESLOVENIA	74	80	87	88	89	91	87
Vzhodna Slovenija	63	68	72	72	73	75	72
Zahodna Slovenija	89	95	105	106	107	109	105

Fuente: Eurostat.

cuentan con menores niveles de renta, y que se han incorporado a la UE después de 2004 (Hungría, Bulgaria, Eslovaquia o Rumanía).

Si nos centramos en los países mediterráneos de la UE, únicamente Francia e Italia contaban en 2011 con un PIB per cápita superior e igual a la media europea, mientras que el resto (Grecia, España, Portugal, Malta, Chipre y Eslovenia) muestran niveles inferiores al promedio comunitario, oscilando entre el 77 por ciento de Portugal y el 98 por ciento de España. En este sentido, frente a una zona central de la UE, delimitada por me-

tropolis como Londres, París, Milán o Hamburgo, donde los niveles de renta superan ampliamente el promedio comunitario, se encuentra la parte más meridional de la UE, desde Portugal, el sur de España e Italia hasta Grecia y Eslovenia, donde el PIB per cápita se sitúa por debajo de la media comunitaria.

Sin embargo, la trayectoria observada en los últimos años no ha sido igual en estos países. En concreto, de los ocho países mediterráneos considerados, sólo España, Chipre y Eslovenia muestran un acercamiento a los niveles de PIB per

cápita del conjunto de Europa entre mediados de los noventa y el pasado año 2011, mientras, por el contrario, Italia ha empeorado su situación respecto a la media de la UE. Cabe señalar igualmente que este proceso de reducción de disparidades se frenó en 2007, al inicio de la crisis, afectando muy especialmente a Grecia y España, pasando esta última de superar el PIB per cápita medio en la UE a situarse de nuevo por debajo en 2011.

Si hacemos referencia a las regiones de los países mediterráneos antes mencionados¹, los últimos datos relativos al año 2009 ponen de manifiesto que unas 34 regiones, de alrededor de las 50 regiones mediterráneas consideradas, tenían un PIB per cápita inferior a la media de la UE, y unas 11 contaban con niveles inferiores al 75 por ciento del promedio comunitario, entre estas últimas 5 regiones de Grecia (Ipeiros y Dytiki Ellada con los niveles más bajos), 4 del sur de Italia (Campania o Calabria entre ellas), la región de Alentejo en Portugal y otra en Eslovenia. Por otro lado, sólo 6 regiones muestran niveles de renta más elevados, superiores o en torno al 120 por ciento de la media europea (Attiki en Grecia —incluye su capital—, Cataluña en España, y cuatro regiones del norte de Italia -Lombardia, Veneto, Emilia Romagna y Lazio).

Aunque, en general, los países que partían de niveles de PIB per cápita inferiores al promedio comunitario han logrado acercarse algo más a dicho promedio, entre ellos los mediterráneos con excepción de Francia e Italia, en el caso de las regiones dicho acercamiento es menos evidente. En concreto, de las alrededor de 50 regiones mediterráneas consideradas, sólo en algunas de ellas se habría apreciado un avance más significativo, como es el caso de Attiki y Notio Aigaio en Grecia, y Zahodna Slovenija en Eslovenia, que han superado el promedio comunitario, y en menor medida, Aragón, Andalucía o Murcia en España, aún por debajo de la media de la UE-27.

En definitiva, y a pesar de que en los últimos años se ha venido produciendo un lento acercamiento entre los niveles de renta de los países y

regiones europeas, interrumpido en cierta medida por la actual crisis, las disparidades siguen siendo bastante notorias. En el caso de las regiones mediterráneas, casi dos tercios de éstas cuentan con un PIB per cápita inferior al promedio comunitario, y menos del 10 por ciento superan el 120 por ciento de la media europea, reflejando los menores niveles de renta de la parte más meridional de Europa.

¹ Pueden considerarse regiones mediterráneas, tal como señala el programa MED de cooperación territorial de la UE, los países de Grecia, Chipre, Malta y Eslovenia, unas 18 regiones de Italia (Abruzzo, Basilicata, Campania, Calabria, Emilia-Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Molise, Umbria, Piemonte, Puglia, Sardegna, Sicilia, Toscana, Veneto), 4 de Francia (Corse, Languedoc-Roussillon, Provence-Alpes-Côte d'Azur, Rhône-Alpes), 6 CC.AA. y 2 ciudades autónomas de España (Andalucía, Aragón, Cataluña, Islas Baleares, Murcia, Com. Valenciana, Ceuta y Melilla) y 2 regiones de Portugal (Algarve, Alentejo).

METODOLOGÍA ECONÓMICA APLICADA

La carga fiscal sobre las rentas del capital

Félix Domínguez Barrero

La carga fiscal sobre las rentas del capital

Félix Domínguez Barrero

Resumen: En el presente trabajo se analiza la incidencia de la fiscalidad en la elección entre diversos activos financieros, tales como depósitos bancarios, fondos de inversión, acciones, planes de pensiones y obligaciones bonificadas. Aunque existen varios trabajos sobre el tema, la particularidad de este es la consideración de inversiones que se repiten a lo largo del período de duración de la inversión.

Palabras clave: TIR, tipo impositivo efectivo.

Clasificación JEL: H2, H3.

1. Introducción

La reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), llevada a cabo por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, supuso un cambio notable en la tributación de las rentas del capital procedentes de activos financieros. Hasta ese momento estas rentas se incluían en la base imponible general y, cuando se generaban en un período superior a los dos años, disfrutaban de reducciones importantes, estando sujetas a la escala general del impuesto. A partir de 2007, dichas rentas pasan a incluirse en la base imponible del ahorro. Si bien inicialmente se aplicaba a esta base un tipo fijo del 18 por ciento, a partir del 1 de enero de 2010 su tributación se eleva y se introduce cierta progresividad en la misma: los primeros 6.000 euros son gravados al 19 por ciento y el resto al 21 por ciento, según establece, con carácter retroactivo, la Ley 39/2010, de 22 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011 (Domínguez Barrero, 2012 y Corral, Domínguez y López, 2011).

En 2012 nuevamente se incrementa la tributación y la progresividad de la renta del ahorro, mediante el Real Decreto-Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público, que fija unos recargos para las rentas del capital en el IRPF, resultando una escala impositiva con tipos del 21 por ciento, 25

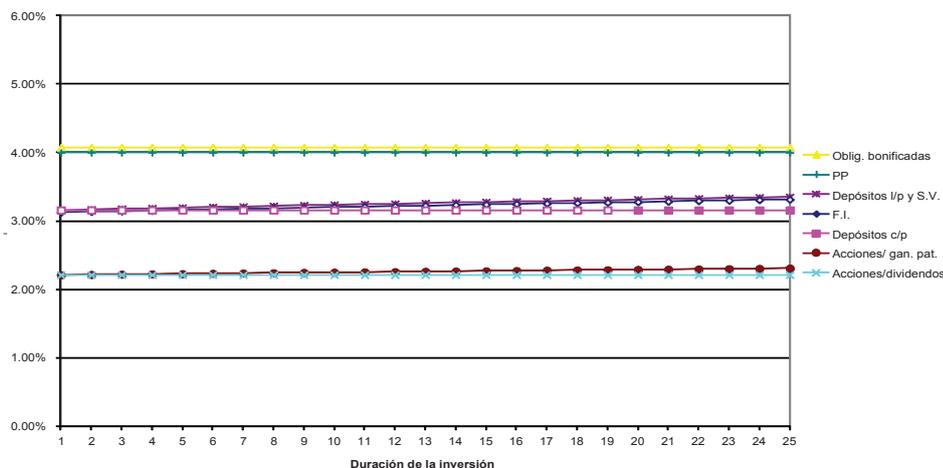
por ciento y 27 por ciento, aplicables a rentas comprendidas en los tramos de 0-6.000, 6.000-24.000 y 24.000 euros en adelante, respectivamente.

2. Incidencia de la fiscalidad en los diversos activos

Teniendo en cuenta la normativa vigente en 2012, hemos calculado cómo incide la fiscalidad en la rentabilidad de diversos activos financieros, suponiendo una inversión que se repite en cada uno de los años de duración de la misma. Los activos analizados son los depósitos bancarios, obligaciones bonificadas, seguros de vida, fondos de inversión, acciones y planes de pensiones. Realizamos el análisis primero para inversiones anuales de 100 euros y después para inversiones anuales de 5.000 euros, para una persona con una base imponible general de 30.000 euros en el momento de realizar la inversión y 20.000 euros en el momento de liquidar la misma, siendo nula la base imponible del ahorro previa a la inversión. La rentabilidad de la inversión antes de impuestos es del 4 por ciento. En el momento de finalizar la duración prevista para la inversión, se retira la totalidad del capital generado. El inversor posee otras acciones que le proporcionan unos dividendos anuales de 1.500 euros, con lo que la exención de los dividendos no incide en las nuevas inversiones.

En los gráficos 1 y 2 se presenta la TIR de los diversos activos, en función de la duración de la inversión, para desembolsos iniciales de 100 y 5.000 euros, respectivamente.

Gráfico 1. TIR de los diversos activos, con prestación en forma de capital en 2012
 (Inversión = 100) €; Base Imponible = 30.000 €; Rentabilidad de la inversión antes de impuestos = 4%)



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 1 se observan tres grupos de activos. En primer lugar, aparecen los activos con fiscalidad nula o negativa, como son los planes de pensiones cuya TIR es del 4 por ciento, igual a la tasa de rentabilidad antes de impuestos, y las obligaciones bonificadas (emitidas por empresas productoras de energía eléctrica o concesionarias de autopistas), cuya TIR es del 4,07 por ciento, superior a la rentabilidad antes de impuestos.

En segundo lugar aparecen los depósitos bancarios de carácter anual, los seguros de vida y los depósitos bancarios con rendimiento diferido, cuya rentabilidad, cuando la duración es de un año, se sitúa en el 3,16 y crece a medida que aumenta la duración de la inversión. La TIR de los fondos de inversión es ligeramente inferior a la de los depósitos.

En último lugar aparecen las acciones, cuyos beneficios pueden percibirse en forma de dividendos, realizarse como ganancia patrimonial al enajenar las acciones. En el caso de dividendos, la TIR de estos activos es del 2,21 por ciento cualquiera que sea la duración de la inversión. En el caso de realizar ganancias patrimoniales, la TIR crece ligeramente con la duración de la inversión. Los efectos de la fiscalidad varían sensiblemente cuando consideramos una inversión de 5.000 euros anuales, que se repiten periódicamente hasta el momento de liquidar la inversión. En este supuesto las prestaciones percibidas de cualquier inversión aumentan sensiblemente con la duración de la misma, y se ven afectadas por la progresividad del impuesto.

Así, los planes de pensiones, cuando la duración de la inversión supera los 4 años, se convierten en el activo con fiscalidad más elevada, siendo su TIR del 0,8 por ciento cuando la duración de la inversión es de 8 años. La fiscalidad es tan elevada porque, a medida que aumenta la duración de la inversión, aumenta la base imponible en la prestación, y entran en funcionamiento tipos impositivos próximos al 50 por ciento.

Para el resto de los activos observamos que la TIR apenas se modifica con la duración de la inversión, debido a que la progresividad de la escala aplicable a las rentas del ahorro contrarresta la reducción de la fiscalidad que se produce con el aplazamiento de la tributación.

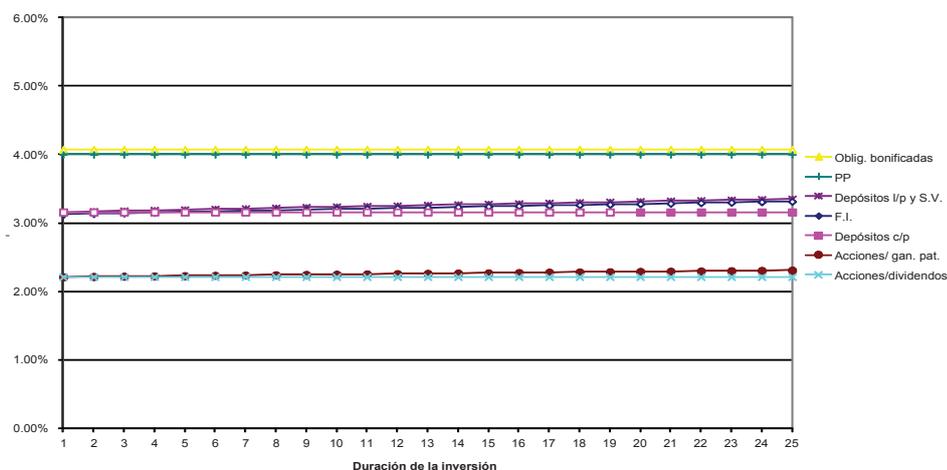
3. Conclusiones

Cuando consideramos inversiones de pequeña cuantía, aparecen tres grupos de activos en atención a su carga fiscal:

En el primer grupo incluimos los planes de pensiones y las obligaciones bonificadas, que aparecen como activos con fiscalidad nula o incluso negativa. En el segundo grupo incluimos activos con carga fiscal media, como son los depósitos bancarios, seguros de vida y fondos de inversión. La carga fiscal más elevada corresponde a las acciones, ya que sus rendimientos se ven afectados por la doble tributación: primero en el Impuesto sobre Sociedades y después en el IRPF. La carga fiscal se reduce al aumentar la duración de la inversión.

Si consideramos una inversión de 5.000 euros, que se repite anualmente durante la vida de la

Gráfico 2. TIR de los diversos activos, con prestación en forma de capital en 2012
 (Inversión = 5.000€ ; Base Imponible =30.000 € ;Rentabilidad de la inversión antes de impuestos = 4%)



Fuente: Elaboración propia.

misma, observamos que, en general, los planes de pensiones con prestación en forma de capital son los activos con una fiscalidad más gravosa, siendo su TIR inferior a la de las acciones. En general, la TIR del resto de los activos no aumenta con la duración de la misma.

Referencias bibliográficas:

CORRAL, S.; DOMÍNGUEZ, J. M. y R. LÓPEZ

(2011): «Análisis comparativo de los instrumentos para la previsión social complementaria: características, tratamiento fiscal y rentabilidad financiero-fiscal», *Extoikos*, n.º 2, págs. 37-45.

DOMÍNGUEZ BARRERO, F. (2012): «Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el IRPF desde la Ley 35/2006», Universidad de Zaragoza, Mimeo. (De próxima publicación en la revista *Crónica Tributaria*).

RAZONAMIENTO ECONÓMICO

¿Por qué difiere el tipo de interés del BCE del tipo aplicable a los particulares?

Patricia Pérez González

¿Por qué difiere el tipo de interés del BCE del tipo aplicable a los particulares?

Patricia Pérez González

Resumen: En los últimos años, se puede apreciar una diferencia cada vez mayor entre los tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) y los tipos de interés de los particulares, que se debe a diversos factores que afectan tanto a la oferta como a la demanda de la concesión de préstamos y créditos, y que, con motivo de la crisis económica actual, se han visto acentuados.

Palabras clave: Tipos de interés; mercado interbancario; mercados de capitales.

Códigos JEL: E43; E44.

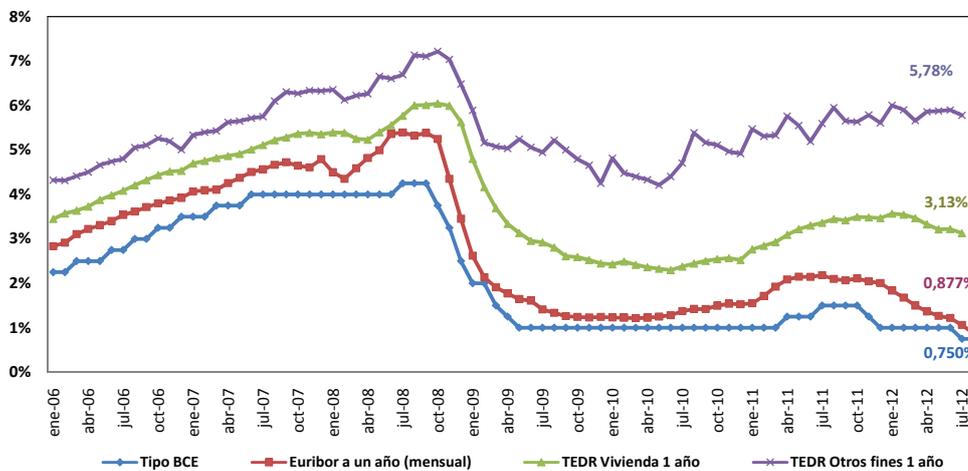
Tal y como se muestra en el gráfico 1, en los últimos años se puede apreciar una diferencia cada vez mayor entre los tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) (mínimo histórico del 0,75 por ciento) y del mercado monetario (mínimo histórico del Euribor a un año (mensual) del 0,877 por ciento en agosto 2012), frente a los tipos de interés de los préstamos y créditos que las entidades financieras conceden a los particulares, en los que se utilizan como base los índices mencionados (tipo efectivo a 1 año del 3,127 por ciento para vivienda y 5,779 por ciento para otros fines en julio 2012, según datos publicados en el Boletín Estadístico del Banco de España).

Si el tipo a aplicar tiene como base el Euribor, la reducción de los tipos de interés oficiales del

BCE se trasladaría a los particulares a través de dicho tipo de interés interbancario, que es el tipo de interés al que se prestan los bancos entre sí. Sin embargo, son muchas las razones por las que este efecto no se esté trasladando a los tipos de interés de los particulares, que se pueden encontrar tanto en el lado de la oferta como de la demanda en la concesión de préstamos y créditos.

En el caso de la oferta, las entidades financieras están teniendo grandes dificultades para financiarse en los mercados. Desde que se inició la crisis sub-prime en Estados Unidos a mediados de 2007, se ha generado una gran desconfianza entre las entidades financieras, que ha provocado el cierre del mercado interbancario, motivada por el aumento del riesgo de liquidez (imposibilidad

Gráfico 1: Evolución de los tipos de interés



Fuente: Banco de España.

de recuperar la cantidad de dinero en el momento deseado) y de crédito (impago de la cantidad de dinero prestada).

Dado que el Euríbor es la media del tipo de interés de los préstamos que realizan entre sí las 64 instituciones financieras más grandes de la eurozona a distintos plazos, al cerrarse el mercado interbancario, el Euríbor no está reflejando las transacciones reales que se están produciendo, sino que es un tipo teórico al que los bancos estarían dispuestos a tomar prestado un dinero que nadie les presta. De ahí que el Euríbor haya perdido buena parte de su credibilidad y no sea el índice de referencia más adecuado para determinar el interés de los préstamos y créditos minoristas.

Posteriormente, los mercados financieros comenzaron a fijarse en el déficit público de los diferentes Estados. Esto ha llevado a un encarecimiento progresivo de la deuda pública de los países, con su consiguiente traslación a la deuda privada emitida por las diferentes entidades financieras. Como consecuencia, las entidades de crédito españolas han visto prácticamente encarecida de forma significativa su financiación en los mercados de capitales, motivo por el cual han tenido que trasladar ese mayor coste de financiación a la concesión de créditos.

Esto, unido a las bajadas masivas de las calificaciones crediticias de los países periféricos de la zona euro, como España, que se han trasladado en un empeoramiento de las calificaciones crediticias de sus sistemas financieros, como el español, han ocasionado mayores dificultades para que las enti-

dades de crédito puedan obtener liquidez y financiación.

Por otro lado, la crisis también ha generado que la morosidad del sector financiero español ascienda considerablemente, hasta alcanzar un nuevo récord histórico en junio de 2012 del 9,42 por ciento (según datos de Banco de España), con lo cual las entidades de crédito han tenido que hacer frente a mayores niveles de provisiones, que afectan negativamente a sus cuentas de resultados y que «empujan» a aplicar mayores diferenciales en los créditos minoristas.

En el caso de la demanda, dada la situación macroeconómica del país, en el que las tasas de paro y de morosidad están en máximos históricos, está provocando que los clientes minoristas sean cada vez menos solventes y que la posibilidad de impago sea cada vez mayor. Ante esta situación, las entidades financieras están siendo más exigentes en la concesión de créditos, al objeto de cubrirse del riesgo de impago.

La primera conclusión sería que, ante el aumento paulatino de los costes de financiación de las entidades de crédito, las necesidades adicionales de provisiones, el recrudecimiento general de la situación macroeconómica y la degradación de la demanda crediticia, las entidades financieras se han visto obligadas a endurecer las condiciones financieras en la concesión de financiación a particulares.

La segunda cuestión, independientemente, es si el Euríbor es válido como referencia hipotecaria.

CURIOSIDADES ECONÓMICAS

Ingresos y gastos financieros que son no financieros: paradojas del lenguaje económico y contable

José M. Domínguez Martínez

Ingresos y gastos financieros que son no financieros: paradojas del lenguaje económico y contable

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En esta nota se llama la atención sobre las diferentes acepciones que el término «financiero» tiene desde las perspectivas económica y contable, que pueden inducir a algunas ambigüedades interpretativas en las comunicaciones fuera de los círculos especializados.

Palabras clave: Operaciones financieras y no financieras; acepciones.

Códigos JEL: E01; M41.

La realidad económica es sobradamente compleja en sí misma; aún más, difícil de interpretar. La percepción de los hechos económicos, con las complicaciones que se derivan de ese rasgo intrínseco, puede llegar a grados de dificultad extrema a tenor del tono críptico, cuando no ininteligible, empleado en numerosos textos. Como nos recuerda el profesor Miguel González Moreno, «el lenguaje económico es pobre y las más de las veces ininteligible. El oscuro vocabulario de los economistas nos retrotrae a las palabras de F. Nietzsche: “Enturbian el agua para que parezca profunda”»¹.

Sin necesidad de enfrentarnos a ese importante problema estructural, el panorama es ya bastante arduo cuando nos encontramos con los temibles términos ambivalentes (o incluso polivalentes), aquéllos que tienen significados, no ya diferentes, sino, en algunos casos, totalmente contrapuestos, según las acepciones o los criterios específicos empleados. Así, por ejemplo, si observamos las cuentas de una empresa, la partida de ingresos financieros nos indica los rendimientos obtenidos como consecuencia de la tenencia de activos financieros, esto es, intereses de depósitos, de títulos de renta fija, dividendos, etc.; a su vez, la rúbrica de los gastos financieros nos da información acerca de los costes de la financiación ajena obtenida, tales como los intereses de préstamos. Si trasladamos el foco de atención a una administración pública, podemos identificar partidas similares.

Con vistas al análisis económico de las operaciones presupuestarias llevadas a cabo por el sector público, es habitual efectuar una distinción entre las operaciones financieras y las no financieras. A raíz de un simple razonamiento, con base en

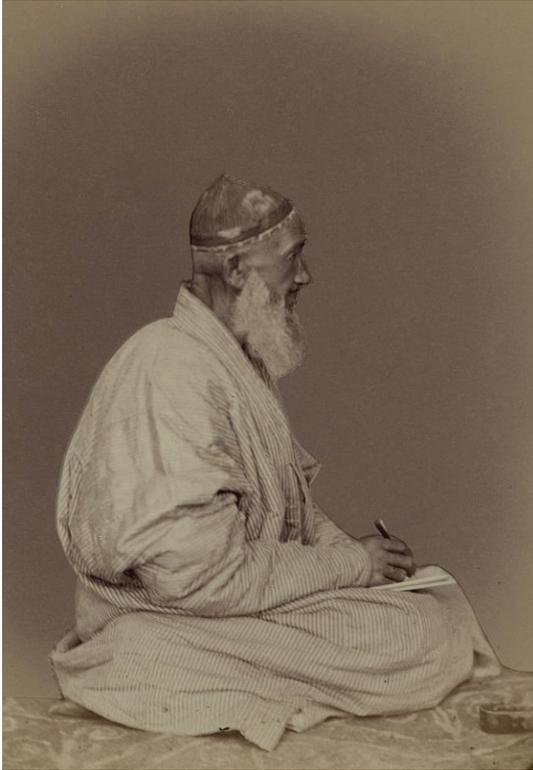
¹ «Anatomía de la crisis española: una reflexión», *eXtoikos*, n.º 1, 2011, pág. 24.



la identificación expuesta, aceptada usualmente, podríamos estar tentados a concluir que los mencionados ingresos y gastos financieros estarían incluidos dentro de las operaciones financieras. Sin embargo, pronto nos encontramos con una sorpresa: los ingresos y los gastos financieros antes referidos constituyen, según el criterio empleado en las cuentas nacionales, operaciones no financieras. Así, podemos afirmar que ¡un ingreso financiero es un ingreso no financiero!, y que ¡un gasto financiero es un gasto no financiero!

Para poder superar esa tremenda contradicción terminológica, hemos de buscar el fundamento utilizado desde la perspectiva económica para diferenciar entre una operación financiera y una operación no financiera². Una operación no financiera es aquella que no va ligada a la variación de

² José M. Domínguez Martínez, «Introducción a la Hacienda Pública (Sistemas Fiscales): teoría y práctica», Fundación Unicaja, Málaga, 2008, pág. 19.



un activo o de un pasivo financiero, mientras que sí se da una conexión directa cuando se trata de una operación financiera. La diferencia puede ser aclarada mediante algunos ejemplos:

— Si el Estado emite deuda pública por 100 millones de euros, que es suscrita por los particulares, obtiene ese importe dinerario, pero simultáneamente está incurriendo en un aumento de sus pasivos financieros por el mismo importe, lo que implica que tendrá que devolverlo cuando llegue

el vencimiento. La emisión de deuda pública es un ingreso de carácter financiero.

— Si el Estado recauda un impuesto de los particulares por importe de 100 millones de euros, obtiene el mismo importe, pero sin tener que devolverlo en un futuro. Los suscriptores de deuda pública adquieren un derecho en la forma de activo financiero; los contribuyentes, cuando pagan su cuota tributaria, no pasan a ser propietarios de ningún activo. Los impuestos son un ingreso de carácter no financiero.

— Si un Ayuntamiento abre un depósito en una entidad de crédito por importe de 100.000 euros, pasa a ser propietario de un activo financiero frente a la entidad de crédito. El desembolso en el depósito es un gasto de carácter financiero; los intereses que se perciban, dado que no conllevan una obligación de restitución, son un ingreso de carácter no financiero.

— Si un Ayuntamiento gasta 1.000 euros en suministro eléctrico, lo hace como contraprestación por un servicio recibido, por lo que no se genera ningún activo financiero que pudiera recuperar en el futuro. El gasto así incurrido es un gasto no financiero. Igualmente lo es el gasto por intereses de un préstamo, ya que no implica una disminución del capital del préstamo.

Así las cosas, a falta de un proceso de revisión terminológica de alcance general, poco probable, no tenemos más remedio que habituarnos a convivir con una cierta dosis de bipolaridad (e incluso multipolaridad) o de esquizofrenia terminológica, y a extremar las cautelas en el uso de los vocablos, a fin de evitar posibles errores interpretativos.

LA ECONOMÍA VISTA POR SUS PROTAGONISTAS

Crisis y problemas financieros

Celia Muñoz Zayas

Crisis y problemas financieros

Celia Muñoz Zayas

La crisis económica que atraviesa España desde finales de 2007 ha supuesto una continua escalada del déficit público. Este hecho, sumado a la desconfianza creciente de las agencias de calificación crediticia con respecto a la solvencia del Estado y de sus entidades financieras, ha provocado el consiguiente aumento de la prima de riesgo de la deuda soberana, que alcanzó sus niveles máximos desde el inicio de la era euro a finales del pasado mes de julio de 2012, llegando a situarse por encima de los 600 puntos, con la rentabilidad de los bonos a diez años por encima del 7 por ciento y el principal índice de cotización bursátil, el Íbex-35, por debajo de los 6.000 puntos básicos.

Las graves dificultades de financiarse en los mercados y la necesidad de relajar la prima de riesgo a unos niveles sostenibles han derivado en la petición del Ejecutivo de un rescate financiero sin precedentes en los Estados miembros de la Unión Europea. El rescate asciende a un máximo de hasta 100.000 millones de euros, con el fin de inyectar liquidez a la banca y efectuar la exigida reforma financiera.

Asimismo, en las últimas semanas se especula sobre la necesidad de solicitar un segundo rescate que supondría nuevas y estrictas condiciones por parte de la llamada Troika (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional) respecto al cumplimiento del objetivo del déficit por parte de aquellos países que lo soliciten. A cambio, el Banco Central Europeo se compromete a la compra ilimitada de deuda, lo que presumiblemente se traduciría en una drástica reducción de la presión sobre el país en los mercados.

El acuerdo del Gobierno con sus socios europeos de reducir el déficit en 2012 a un 6 por ciento por ciento del PIB ha provocado que en el mes de junio se hayan anunciado una nueva serie de recortes que van desde el aumento del IVA en numerosos productos y servicios, supresión de la paga extra de Navidad de los empleados públicos y la eliminación de la reducción de impuestos por adquisición de vivienda.

Por último, señalamos la petición de varias comunidades autónomas de adherirse al Fondo de Liquidez Autonómico. El pasado 14 de septiembre el Ministerio de Hacienda anunció que el déficit de las comunidades en el primer semestre del año ha sido del 0,77 por ciento, un poco más de la mitad del comprometido con Bruselas, establecido en un 1,5 por ciento.

Nos hemos acercado a una profesora de Economía Aplicada de la Universidad de Granada, a un economista perteneciente al Departamento de Contabilidad de una cadena hotelera, a una analista de riesgos de una entidad bancaria y a una oficial administrativa de una entidad pública, para que compartan su visión sobre todas estas actuaciones y las posibles alternativas existentes.

1. Tras cinco años de crisis económica se ha señalado al sistema financiero como el principal detonante de la misma. ¿Piensa que ha sido el sistema financiero el único causante?

2. En el caso español, la fortaleza de nuestro sistema financiero fue puesta de manifiesto por miembros del Gobierno y por dirigentes del Banco de España; sin embargo, el pasado mes de junio, el Gobierno de España solicitó a la UE apoyo

financiero para profundizar en el saneamiento del sistema financiero español. ¿En qué medida cree que esta actuación ayudará a la recuperación del sistema financiero español? ¿Cree que esta medida repercutirá positivamente en la recuperación económica de España?

3. Tras el rescate al sistema financiero español, los expertos vaticinan que en los próximos meses puede producirse una intervención total de nues-

tra economía, ¿cree que, de producirse dicho rescate, supondría el principio de la recuperación de la economía o si, por el contrario, se profundizará en la actual situación de crisis económica y social?

4. Cuatro comunidades autónomas ya han confirmado su incapacidad para seguir financiándose por sí solas en los mercados de deuda. Cataluña, Comunidad Valenciana y Región de Murcia han anunciado formalmente que se adherirán al Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), instrumento creado en julio por el Gobierno para prestar asistencia financiera a las regiones que lo necesiten. ¿Piensa que los objetivos de déficit marcados por el gobierno se cumplirán por la Comunidades Au-

tónomas en los próximos años? ¿Cree que la multiplicidad de administraciones es necesaria para un correcto funcionamiento de los servicios públicos o supone, por el contrario, un peligro para el mantenimiento de estos servicios?

5. La deducción por inversión en vivienda habitual ha sido eliminada tras haber sido restaurada hace menos de un año. ¿Qué piensa sobre este cambio? ¿Afectará al ya de por sí debilitado mercado inmobiliario?

6. ¿Qué modificaciones propondría para la mejora de la economía y, por consiguiente, de las



Carmen Lizárraga Mollinedo
Profesora del Departamento
de Economía Aplicada de la
Universidad de Granada

«La actividad económica y financiera se han desarrollado para maximizar beneficios sin tener en cuenta los límites medioambientales, la pobreza o las grandes disparidades socioeconómicas que sufre el mundo actual»

Carmen Lizárraga opina que una verdadera reforma estructural, económica y social, pasaría por la transformación radical del modelo productivo que ponga el acento en el buen vivir, a través de la moderación.

1. El sistema financiero por sí solo no ha provocado la crisis mundial a la que asistimos. La crisis es resultado del cambio sufrido por el sistema capitalista a escala global en las últimas décadas. Los teóricos de la regulación sugieren que se ha avanzado del modelo de acumulación fordista al post-fordista pasando de un capitalismo «sólido», centrado en la producción de riqueza material, a un capitalismo líquido, en palabras de Zygmunt Bauman, dominado por lo financiero. Este modelo productivo prescinde del empleo, cuestiona la política y favorece comportamientos depredadores. La actividad económica y financiera se han desarrollado para maximizar beneficios sin tener en cuenta los límites medioambientales, la pobreza o las grandes disparidades socioeconómicas que sufre el mundo actual. Por su parte, las políticas neoliberales han apoyado esta operación de reestructuración de la economía mundial mediante la liberalización de los flujos de capital y de las normas que rigen las operaciones internacionales de las instituciones financieras. La globalización no ha sido sino un «truco promocional», como reconoce Michel Aglietta, para justificar el ajuste del sistema financiero internacional, con trágicas consecuencias para millones de personas, sin que se exija nada a los responsables.

2. Como admite el Nobel de Economía Joseph E. Stiglitz, si el gobierno español rescata a los mismos bancos que adquirirán la deuda pública, esto significa que el gobierno pediría ayuda a las mismas entidades a las que ahora inyecta dinero procedente de los fondos de rescate europeos. Dudosamente, este rescate sobre rescate puede llegar a funcionar. Si no se garantiza que el crédito fluya de nuevo hacia la economía real y se recupere la confianza no hay posibilidad de recuperación. Esta medida no tiene por qué producir un mayor incremento del Producto Interior Bruto (PIB) per cápita, si con eso se refiere a «recuperación económica». Y aunque lo produjera, el incremento del PIB no garantiza un reparto más equitativo de los ingresos, ni un crecimiento del bienestar de la población en materia de educación, sanidad y otros servicios públicos que mejoran la calidad de vida.

3. La crisis económica y social no está afectando por igual a todos los ciudadanos. Hablamos de crisis pero ¿crisis para quién? Las fortunas de España y los grandes capitales no han perdido con la crisis, los ricos son más ricos. El IVA no se ha subido para los artículos de lujo. Con la amnistía fiscal se ha recaudado, tan solo, un 2 por ciento de lo previsto. Entre tanto, la tasa de paro sigue aumen-

tando. Con cada rescate se piden más sacrificios en materia de eliminación y recorte de subsidios y servicios públicos, que no reactivarán la economía. Como sostiene el Nobel Paul R. Krugman, el «hada de la confianza» no ha servido de pilar de la recuperación y los efectos contractivos de las políticas de ajuste son evidentes.

4. La pregunta que nos debemos hacer es ¿debeamos que continúen los servicios que ofrecen las administraciones públicas y que se garanticen nuestros derechos? Si la respuesta es afirmativa, lo preocupante no es tanto la multiplicidad de administraciones, sino el cumplimiento efectivo de esos servicios y derechos sin pérdida de calidad. Para alcanzar este objetivo se debe reordenar el sistema público, pero no desmantelarlo. Actualmente, se utiliza como excusa para ejecutar un desmantelamiento y recortar derechos sociales.

5. En estos años se ha convertido la vivienda, un bien de primera necesidad, reconocido como derecho constitucional, en un objeto de especulación muy rentable. El «boom» inmobiliario, fruto de la desmesura y el afán por hacer fortuna a cortísimo plazo, derivó en una espiral perversa de promoción, construcción y especulación. Después de esta «orgía especulativa», este modelo de creci-

miento insostenible quebró. La eliminación de la deducción por inversión en vivienda habitual es otra subida impositiva más que afectará negativamente a la compra de la vivienda y, especialmente, a la población más desfavorecida.

6. Una verdadera reforma estructural, económica y social, pasaría por la transformación radical del modelo productivo hacia otro que ponga el acento en el buen vivir, a través de la moderación. Se ha de eliminar la idea de que «lo público no funciona». La financiación de los servicios públicos debe sustentarse en un aumento de la progresividad del sistema fiscal y en su reorganización para cumplir objetivos definidos. Pondría la atención en los paraísos fiscales, el fraude fiscal y las grandes fortunas, en lugar de someter la política fiscal a la disciplina constitucional. Acometería las reformas políticas e institucionales imprescindibles para frenar las extralimitaciones del poder financiero. La confianza en la política no se recuperará mientras no se definan responsabilidades por los delitos económicos y sus consecuencias sociales. Por último, como sostenía Judt, hay que acabar con la retórica que acompaña al culto por la riqueza: la admiración por los mercados no regulados, el desprecio de lo público y la falacia del crecimiento sin fin.



Carlos Moreno Sanjuán.
Licenciado en Administración
y Dirección de empresas.
Dpto. financiero de una ca-
dena hotelera nacional.

«El mero anuncio del BCE de que está dispuesto a comprar deuda de los países con problemas ya alivia la presiones sobre la prima de riesgo»

Este economista defiende que aunque a veces se ponga en cuestión la entrada de España en el Euro, esta ha traído muchas más ventajas que compromisos, pero aprecia, sin embargo, que todavía carecemos de un verdadero Gobierno Económico y Político Europeo que vele por el conjunto de los países miembros.

1. La mala diversificación de las inversiones crediticias de las entidades financieras españolas ha causado que el estallido de la burbuja inmobiliaria sea más dañino en nuestro país que en otros de nuestro entorno. Ha sido una queja histórica de los empresarios españoles la dificultad, incluso en tiempos de bonanza, de obtención de financiación para actividades productivas, cuando paradójicamente se le daban todas las facilidades a la inversión en ladrillo.

Una mala supervisión por el Banco de España, o más bien el poco caso que se le hizo, y el poco interés de los gobiernos por ralentizar el crecimiento

de la burbuja inmobiliaria (y crediticia) nos ha hecho perder la oportunidad de aprovechar la época de crecimiento para diversificar la estructura productiva de nuestro país. El Gobierno debería haber incentivado en los años de crecimiento el trasvase de las plusvalías del sector inmobiliario hacia otras actividades productivas, de modo que al estallar la burbuja, el país tuviera un colchón para absorber las consecuencias del estallido.

Aunque a veces se ponga en cuestión la entrada de España en el Euro, ello ha traído muchas más ventajas que compromisos. Sin embargo, todavía carecemos de un verdadero gobierno económico

y político europeo que vele por el conjunto de los países miembros. Los bajos tipos de interés que Alemania impuso en Europa a principios de los 2000 para resolver su particular crisis fueron una bomba de relojería para países en expansión como el nuestro.

Los consumidores también son responsables de los créditos que firman, muchas veces con contratos de trabajo precarios o comprometiendo a sus familiares (avales) en sus errores o aciertos de inversión. Parece irracional que un individuo se apoye en diversos asesores para pequeñas inversiones como un televisor o una moto y sin embargo se fie de un banco o un promotor de viviendas en una inversión que le va a condicionar casi de por vida. Inversores en vivienda como los ingleses son incapaces de cerrar una operación inmobiliaria o financiera sin ir acompañado de su abogado o asesor, costumbre que en España no acaba de arraigar. Una reforma de la ley hipotecaria actual y regulación de los productos financieros comercializables para el consumidor no profesional ayudaría a solventar este problema.

2. No mentían los miembros del Gobierno y del Banco de España cuando aseguraban que el sistema financiero español era de los más sólidos del mundo. Las obligaciones impuestas por el Supervisor a las entidades financieras en materia de provisiones, fondo de garantía de depósitos, normas estrictas de contabilidad, limitación en la titulación de deudas, etc. convertían a nuestro sistema financiero en uno de los más conservadores de nuestro entorno. Sin embargo, esto no ha sido suficiente. A pesar de la poca exposición internacional de nuestra banca, sí que era deficitaria y requería de financiación externa para compensar sus balances. La crisis de liquidez, unida a la subida de morosidad y créditos fallidos, hacen inevitable la intervención bancaria.

El alto grado de politización, la necesidad de obtener mayor tamaño y eficiencia, la necesidad de una mayor profesionalización y sobre todo el alto volumen de inversiones fallidas en el sector inmobiliario dan suficiente justificación a una intervención en el sistema financiero, principalmente en las Cajas. Ya no se trata de estar a favor o en contra, es que la intervención es necesaria.

Necesaria es la reestructuración para que fluya el crédito. Mientras las entidades tengan en sus balances activos tóxicos y por el lado del pasivo exigencias en los ratios de Core-Capital cada vez más exigentes, cualquier creencia en que van a otorgar créditos es mera utopía.

Parece ser que el plan del Estado, acordado y negociado previamente con Europa, consiste básicamente en clasificar las entidades con problemas en tres niveles. Por un lado, entidades con problemas de solvencia que se pueden resolver en un plazo de dos años, en segundo lugar las que son viables y rentables pero que necesitan una reestructuración y un plazo de dos a cinco años y un tercer caso para aquellas en las que habría que optar por una liquidación ordenada. La canalización de las ayudas se haría a través del FROB y el Banco Malo, aquél que se hace cargo de los activos tóxicos, ya tiene nombre «Sociedad de gestión de activos» y el plazo barajado para desprenderse de los activos tóxicos es de unos quince años.

Por el lado del contribuyente ni que decir tiene que aunque se llame Línea especial de crédito a la Banca, al fin y al cabo quien avala la operación es el Estado, es decir todos. El capital prestado se canaliza a través del FROB, con lo cual computa en los ratios Deuda-Déficit y por tanto afecta a los Presupuestos Generales del Estado, que habrá que volver a revisar vía subida de impuestos, recortes de gastos... afectando nuevamente a partidas como Sanidad, Educación, I + D, etc. En cuanto al Banco Malo, si bien se le ha otorgado un amplio plazo en aras de una mejor venta de activos, nada garantiza que no haya pérdidas que en el futuro asuma el contribuyente. En cuanto a los pequeños inversores, aquellos que han invertido en preferentes y otras fórmulas de inversión en capital, se les ha dado una solución para recuperar parte de su capital no exento de pérdidas, si bien se limita la venta de estos productos a inversores minoritas en el futuro.

Respondiendo a la pregunta, necesario es el saneamiento del sistema financiero español para que fluya el crédito y por tanto la inversión, para que no se deteriore más la situación de ciertas entidades financieras que acaben arrastrando tras de sí a los ahorradores y para que adquieran la profesionalidad y competitividad que el mercado hoy les exige. En cuanto a la repercusión en la recuperación económica veremos aspectos positivos más bien en el medio o largo plazo cuando finalice la reestructuración, si bien a corto plazo las medidas que conllevan constriñen aún más la situación actual.

3. El alto volumen de Deuda Pública del Estado unido a elevado endeudamiento privado hacían difícil una intervención global de nuestra economía. La solución adoptada de hacerlo parcialmente ayuda a dosificar esfuerzos. Un primer rescate al

sistema financiero parece que busca ir segregando problemas, por un lado está el sistema financiero y por el otro la deuda pública.

Las condiciones que hay que asumir por el rescate financiero, así como el interés por cumplir los compromisos presupuestarios para el 2012, hacen que el país ya esté tomando parte de las medidas que una situación de rescate total le exigiría. El mero anuncio del BCE de que está dispuesto a compra deuda de los países con problemas ya alivia la presiones sobre la prima de riesgo.

Sin embargo, si a pesar de un primer rescate a la banca, un anuncio del BCE de compromiso con la Deuda, las reformas estructurales acometidas y los esfuerzos en materia de impuestos y gastos, España es rescatada, las consecuencias económico sociales sería negativas. El dilema entre crecimiento y compromiso con la deuda-déficit hacen que una intervención global con medidas más restrictivas ahogarían el crecimiento para los próximos años.

Si las exigencias fueran coherentes con una propuesta de crecimiento y competitividad, a largo plazo sería positivo para España. Pero, si las condiciones se centran exclusivamente en la devolución de la Deuda en los plazos marcados a cualquier coste, el daño económico social producido sería muy difícil de paliar.

4. La estructura autonómica que nuestra Constitución nos otorga ha causado que, con el desarrollo competencial de éstas, el grueso del Gasto Público esté en las Comunidades Autónomas más que en el propio Estado. Por tanto, cualquier compromiso que el Gobierno adquiere en términos europeos afecta de lleno a los presupuestos autonómicos.

Los cuatro niveles de la Administración junto con una mala definición de competencias unido a los propios intereses políticos hacen ineficiente a la propia Administración en su conjunto independientemente del nivel de Gasto en el que se pueda incurrir. Autonomías, diputaciones, mancomunidades, ayuntamientos, empresas públicas... han creado un entramado que de por si mantenerlo a hace incurrir en unos costes de gestión que sería muy mejorables con una verdadera reestructuración competencial.

Sin embargo, una reestructuración de los niveles de la Administración y la redefinición de competencias es un tema complejo y largo en el tiempo, por lo que cualquier medida, si es que se quiere aplicar, solo tendría efectos en el largo plazo.

Teniendo en cuenta que el grueso del Gasto de las CC.AA. está en Sanidad, Educación y Servicios Sociales, la consecución de los objetivos planteados de déficit se vislumbran cada vez más difícil, máxime cuando estos Gastos tienden a crecer en un entorno de crisis mientras los ingresos van mermando.

5. La deducción por inversión en vivienda habitual, así como otros beneficios fiscales atribuidos a la vivienda, ha sido mal aplicada tanto en época de expansión como en recesión.

Mantener la deducción, el IVA reducido, bonificaciones en AJD, en un entorno de crecimiento de la burbuja inmobiliaria no hacía más que apoyar el ascenso de los precios de los inmuebles. En vez de aplicar una política fiscal anti cíclica (y antipopular) para enfriar la economía se optó por echar más leña al fuego.

El mismo error cometido entonces se vuelve a cometer ahora. En vez de incentivar la inversión, se elimina la deducción desanimando aún más al inversor. Sin embargo, en mi opinión el inversor actual no toma decisiones en función de dicha deducción, el verdadero problema lo encuentra en la financiación. Por tanto, en términos macroeconómicos no me extrañaría nada que Hacienda haya hecho sus cálculos de cuanto deja de ingresar del resto de impuestos por eliminar esta deducción frente a los potenciales ingresos del estado de una hipotética compra de vivienda motivada exclusivamente por este incentivo.

6. Las propuestas para la mejora de la economía española hay que afrontarla desde varios puntos de vista. Entre los puntos clave estarían una reforma de las AA.PP., la homogeneización de normativas en post de un mercado único interno, el apoyo a una política fiscal y monetaria común europea, la redefinición de nuestro sistema productivo apoyándonos en nuestras fortalezas, y aplicar una serie de políticas de oferta con objeto de incrementar la productividad y competitividad de nuestro país.

En cuanto a la reforma estructural del Estado sería necesaria una redefinición de competencias de las diferentes AA.PP., eliminar duplicidades, eliminar la prestación de servicios impropios, evitar la competencia desleal del Sector Público con el Privado y mejorar la eficiencia de los servicios prestados. Hay que realizar un esfuerzo en homogeneización de normativas en post de un mercado único interno, disminuir la burocracia administrativa y facilitar la creación y en funcionamiento

de las empresas. España es, según el Banco Mundial, el país número 147 en facilidad para crear un negocio y gran parte de ello es causado por la diversidad de administraciones implicadas en cualquier trámite.

En materia de Política Social habría que definir un mínimo de coberturas en materias como Sanidad, Educación, Servicios Sociales... de obligado cumplimiento para las AA.PP. y de ahí para arriba sería responsabilidad de cada organismo en función de sus ideales políticos y compromisos presupuestarios.

España debe apoyar y promover aquellas iniciativas que tiendan a la convergencia fiscal y monetaria europea. También en el ámbito interno debe abogar por una armonía fiscal para evitar competencia fiscal entre autonomías. Otras medidas fiscales serían cambiar el principio de devengo por el de caja en materia de IVA o facilitar la compensación de deudas tributarias para empresas acreedoras de las AA.PP.

El euro es, para los países miembros, el equivalente a un tipo de cambio fijo, por lo que las tensiones en los tipos de cambio se han trasladado ahora al diferencial en los tipos de interés exigidos a nuestra deuda pública. En un sistema con tipo de cambios flexibles, es decir en un país con moneda propia, nuestra situación habría causado una devaluación de nuestra moneda. La consecuencia de no poder devaluar nuestra moneda ha conllevado a que se produzca una devaluación interna. El país, con recorte de salarios (o derechos), recorte de gastos, subidas de impuestos, está sufriendo una devaluación interna. Es verdad, que como mal menor, las empresas ven como esta devaluación interna (sobre todo por bajada en costes laborales) ven como incrementa su productividad. Este incremento de productividad, unido a la búsqueda de mercados externos por la debilidad del interno, se está viendo reflejado en un crecimiento de las exportaciones. Deben establecerse medidas que apoyen y animen a las empresas españolas a mirar al mercado exterior, en especial a las pymes.

Debemos aprovechar las Fortalezas de nuestro país para retomar la senda del crecimiento. España posee capital humano muy bien formado y barato, un nivel infraestructuras óptimo (la mayor red de autopistas de Europa, líder mundial en alta velocidad y una red de puertos y aeropuertos modernos, aunque deficitarios) y una posición geoestratégica envidiable que nos hace en enlace natural entre América Latina y Europa. Debemos aprovechar a su vez los sectores en los que somos líderes

como la sanidad, la industria agroalimentaria, el turismo o los servicios.

Entre las amenazas tendríamos el envejecimiento de la población con los consecuentes incrementos en Gastos sanitarios, pensiones, dependencia... pero que se pueden convertir en una oportunidad de nuevos yacimientos de empleo que parece llevan tiempo en marcha.

Hay que redefinir la estructura productiva de nuestro país con objeto de que cuando se alcance la meta del equilibrio presupuestario el país esté listo para entrar en la senda de crecimiento económico y creación de empleo. EE.UU. basa su competitividad en la libertad de sus mercados, China la basa en sus bajos costes laborales, Sudamérica en sus recursos naturales y Alemania en su industria pesada. España debe buscar su modelo, hasta ahora basado en turismo y construcción, para ser competitivo en la economía global.

Históricamente se ha criticado la baja productividad de nuestro país en comparación con países de nuestro entorno. El sector de la construcción era intensivo en mano de obra y ayudaba a la bajar la tasa de desempleo, pero con baja productividad. En términos macroeconómicos la construcción lastraba la productividad a la baja y ello se ha comprobado. La caída de peso de este sector ha disparado las tasas de productividad del país y algunos estudios que comparan pymes españolas con alemanas en diferentes sectores concluyen productividades similares.

Una de las medidas, que ya antes propuse que se debería haber hecho en la época de crecimiento de la burbuja, es promover la disponibilidad de Capital hacia sectores diferentes de la construcción. Antes hablaba de bonificación de reinversión de plusvalías del sector inmobiliario hacia otros sectores, pero también se pueden proponer líneas alternativas de financiación como fondos de inversión, capital riesgos o subvenciones y bonificaciones para los sectores que se definan como clave en un nuevo modelo productivo.

Debemos apoyar aquellas medidas que incrementen la competitividad y productividad de nuestro país. Hay que hacer esfuerzos en formación, educación, I+D+i, apoyos a exportación e internacionalización de nuestras empresas y una labor diplomática comercial en el exterior. También hay quien considera que el pequeño tamaño de nuestras empresas es un factor que lastra la competitividad y propugnan leyes que las favo-

rezcan, o beneficios fiscales o prestamos ICO que ayuden en fusiones y absorciones.

No me gustaría finalizar sin hacer mención al especial esfuerzo que hay que hacer en materia de educación. Es reconocido el hecho de que actualmente tenemos el capital humano mejor formado de la historia y prueba de ello es la alta valoración que los trabajadores españoles cualificados tienen en el exterior. Médicos, sanitarios, ingenieros, arquitectos, investigadores, profesores... son muy

valorados en empresas extranjeras mientras en España son infrautilizados. El país ha invertido esfuerzos económicos y tiempo en formación y ahora lo van a aprovechar terceros países. Quizás al sistema educativo se le ha criticado una escasa adecuación al mercado de trabajo y un déficit en formación profesional y esa será una de las reformas que habrá que llevar a cabo, pero ver como los jóvenes profesionales abandonan el país es una descapitalización que nos va a costar caro en el medio y largo plazo.



Beatriz Gozalbes Ariz. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales. Analista de riesgos de una entidad bancaria.

«Es probable que no todas las Comunidades Autónomas cumplan estos objetivos de déficit teniendo en cuenta el escenario de crisis económica en el que se encuentran»

Esta experta en riesgos financieros indica que la crisis financiera fue uno más de los detonantes que iniciaron la actual crisis económica mundial; sin embargo, cree que la extensión de la misma en el tiempo está relacionada directamente con la misma.

1. La crisis del sistema financiero aparece como un causante más en el principio de la crisis económica mundial pues coexistió con otros problemas como la inflación, sobre todo en materias primas como el petróleo. Sin embargo, las graves consecuencias de la crisis del sistema financiero y su perduración en el tiempo la han convertido, analizando actualmente la situación, en el principal causante de la crisis económica mundial.

2. El sistema financiero español necesita de fondos que saneen sus inversiones en el sector inmobiliario. Esta ayuda por parte de la UE repercutirá positivamente en la recuperación del sistema bancario inicialmente pues los balances de las entidades bancarias podrán compensar las pérdidas derivadas de los activos inmobiliarios. Sin embargo, para que exista no sólo una recuperación económica en el sistema financiero sino una recuperación económica en España se deberán llevar a cabo tanto las condiciones determinadas por la U.E. como un cambio profundo en la mentalidad de las inversiones del sistema bancario que conduzca a una mayor prudencia en la concesión de créditos al sector inmobiliario, así como una mayor apuesta por las inversiones en otros sectores productivos que permitan dinamizar la economía del país, entre otros.

3. Los resultados del rescate de un país dependerán de las políticas y medidas que se adopten

a partir de entonces, no se pueden vaticinar pues los mismos. España se encontraría en el punto de mira por parte de la UE tras un rescate y ésta marcaría a España unas condiciones a cumplir. El buen hacer de la clase política española será determinante para conseguir del rescate los máximos beneficios.

4. Es probable que no todas las Comunidades Autónomas cumplan estos objetivos de déficit teniendo en cuenta el escenario de crisis económica en el que se encuentran. Para las Comunidades Autónomas será difícil no sólo tomar medidas para controlar ciertas variables que pueden estar dentro de su ámbito de actuación sino también tratar de evitar las consecuencias negativas que pudieran sobrevenir de políticas nacionales o incluso de otras variables más subjetivas como la confianza de los mercados en la recuperación de las Comunidades Autónomas o del país.

Los servicios públicos están al servicio de la sociedad. Son por tanto tan necesarios como tan solicitados por los ciudadanos, en función de su demanda así deberán ser atendidos. La posible multiplicidad de administraciones tendría que ser estudiada de forma pormenorizada y no en términos globales.

5. La deducción por inversión en vivienda habitual era un estímulo para la compra de la primera vivienda y por tanto un estímulo con consecuen-

cias para el sector inmobiliario pues éste encontraba en esta deducción fiscal una ventaja comparativa en el momento de venta de su producto, de viviendas de primera residencia. Tomando consciencia de que la burbuja inmobiliaria ha sido en gran medida culpable de la crisis actual, considero que el sector inmobiliario no debería estar beneficiado de este tipo de estímulos a la venta. Lo que se espera ahora del sector inmobiliario es una estabilización de los precios de sus productos, en muchos casos seguido de contabilización de pérdidas por bajada de valoración de los mismos; así como una oferta adecuada a su demanda. Por otro lado, y centrándonos más en el lado de la demanda, para el sector de población con rentas bajas creo que sí debiera mantenerse esta deducción fiscal considerando ésta como una ayuda económica para aquellas personas que tienen dificultades de acceder a una vivienda.

Una deducción fiscal por inversión en productos no relacionados con el sector inmobiliario podría ayudar al lanzamiento de otros sectores productivos y, según el caso, una posible recuperación económica del país.

6. Serán necesarios una serie de cambios y reformas entre los que podemos enumerar los siguientes:

— Un cambio en el sistema bancario que evite se repitan los acontecimientos que han provocado la crisis actual: prudencia en la concesión de crédi-

tos, prudencia en la valoración de activos inmobiliarios o productos derivados de éstos, profesionales miembros de sus consejos de administración, políticas dentro de un marco de una ética profesional.

— Estabilizar la oferta y la demanda del sector inmobiliario. Para hacer que el nivel de demanda alcance el nivel de la oferta será necesario dejar de fomentar el desarrollo del sector.

— Fomentar el desarrollo de otros sectores productivos no inmobiliarios: sector de nuevas tecnologías, desarrollo sostenible, sector alimenticio, etc.

— Fomentar el empleo a través del apoyo a empresas y autónomos (agilizar burocracia, deducciones fiscales, asesorías...) Igualmente, procurar la sostenibilidad del empleo a través de las garantías ofrecidas en los contratos laborales.

— Fomentar la economía del bienestar no sólo supondría una mejora en las condiciones de vida de los ciudadanos sino que también sería otra fórmula para conseguir aumento del empleo.

— Invertir en Educación es invertir en el futuro de las nuevas generaciones y en definitiva de la sociedad del país. Una sociedad con un mayor nivel de educación es una sociedad que perseguirá unas mayores condiciones de vida.





Nuria Pérez Pascual. Licenciada en Filología Inglesa. Personal laboral del Estado.

«El gran problema de este país radica en una clase política ineficaz y que solamente se preocupa por las siguientes elecciones y no por hacer las cosas que debe, por impopulares que sean.»

Esta licenciada en Filología Inglesa, personal laboral del Estado en el exterior, piensa que la actual crisis del sistema financiero tiene sus raíces en la propia esencia de la sociedad que habitamos y, por tanto, de los diferentes estamentos que la conforman.

1. Por supuesto que no. Vivimos en una sociedad que se basa en el consumo y la competencia entre empresas con lo que es de esperar que tanto los bancos como las grandes empresas hicieran todo lo posible para crecer e incrementar sus beneficios. El problema radica en la ética de alguna de sus prácticas para lograrlo y, para controlar que esa ética se cumpla, o lo que es lo mismo que se proteja al ciudadano, tenemos un sistema político que ha de crear unas leyes que acoten los márgenes de maniobra de los bancos. En vez de eso, el sistema político se sumió en una orgía de gasto pensando que la bonanza duraría para siempre y creando con ello el tremendo agujero que hunde a las administraciones en todos sus niveles y arrastrando al ciudadano de a pie con ellos, que es quien finalmente está pagando las consecuencias. Solo un ejemplo: en Canadá los efectos de la crisis no han afectado a los ciudadanos en forma de recortes de prestaciones ya que mientras aquí se competía en ostentación (aeropuertos fantasma, trenes de alta velocidad vacíos y construcciones faraónicas en pueblos minúsculos), allí los ayuntamientos competían por quien acumulaba más superávit.

2. La fortaleza del sistema financiero español fue, como la mayoría de cosas que cuentan los gobiernos (sean del color que sean) una auténtica falacia. El apoyo de la UE al sistema financiero español no ayudará en nada ya que en realidad es una ayuda dirigida a ellos mismos. La mayor parte de la deuda de los bancos españoles está en manos de los bancos alemanes y es para pagar esa deuda para lo que se dedicarán esos fondos. Como ya ha pasado en Grecia, Irlanda y Portugal, ni un solo euro llegará nunca a España. Mientras, los gobiernos dedican cada vez una mayor parte de sus recursos a pagar los intereses de la deuda exterior, a dedicar más recursos a la salvación de las entidades financieras y a regirse por criterios políticos

y no económicos a la hora de hacer inversiones, hipotecando con todo ello una posible recuperación económica.

Un ejemplo muy simple. El Gobierno Chino está esperando una inversión de 36 millones de euros para conectar el puerto de Barcelona con el sistema ferroviario para construir el centro de recepción de contenedores más grande del sur de Europa, que supondría unos beneficios directos de 500 millones de euros anuales más los beneficios indirectos de las empresas subsidiarias. En cambio, el Gobierno ha licitado por 1500 millones el AVE Madrid-Galicia que aportará lo mismo que el AVE Toledo-Cuenca-Albacete (gastos y deudas millonarias incluso después de su clausura). Ejemplos como este existen cuantos se quieran y ponen de manifiesto que el gran problema de este país radica en una clase política ineficaz y que solamente se preocupa por las siguientes elecciones y no por hacer las cosas que debe, por impopulares que sean.

3. Sin duda se profundizará más en la crisis. La intervención económica de un país no tiene otra finalidad que asegurar el pago a los acreedores externos, es decir, interviniendo la economía española, los países europeos se aseguran el cobro de las deudas contraídas por España. Dos ejemplos contrapuestos. Portugal es denominado desde Bruselas como un «alumno aventajado» ya que sigue al pie de la letra todas las indicaciones de la UE y, ¿que ha conseguido con ello? Pues sencillamente una recesión aun más profunda, una tasa de paro creciente y una reducción drástica de las coberturas sociales entre otras cosas. Por otro lado, podemos fijarnos en Islandia. En 2008 fue uno de los países al cual más afectó la caída de la banca americana llevando a la quiebra a sus tres principales entidades financieras que suponían el 85 por ciento del sector. ¿Cuál fue la respuesta del gobierno? Simple, solo aseguró los depósitos de

los ciudadanos islandeses y dejó que cayesen los bancos declarando una quita del 100 por ciento de los fondos extranjeros. En estos momentos la economía islandesa acumula 6 trimestres de crecimiento sostenido de más del 3 por ciento y hace más de un año que abandonó el programa del FMI y recuperó el acceso a los mercados de capital internacionales.

4. No veo posible el cumplimiento del déficit ya que según los datos del segundo trimestre, la mayoría de las comunidades ya sobrepasaban el 75 por ciento del total marcado. El mantenimiento de las administraciones autonómicas es imprescindible para el correcto funcionamiento de los servicios a los ciudadanos ya que nos encontramos en un país plural que requiere un trato específico para cada sensibilidad. Eso sí, es cierto que existen administraciones que crean un sobrecoste inútil como las Diputaciones, Delegaciones del Gobierno y Subdelegaciones así como ministerios que no tienen razón de ser al encontrarse todas las competencias transferidas a las comunidades de momento, como Sanidad, Educación, etc.

5. No creo que la desaparición de esta deducción represente un impedimento a la hora de

comprar una casa ya que en estos momentos el mercado está congelado y solo la gente que posee una buena base económica se aventura a realizar este tipo de inversiones y, por tanto, no se trata del sector de la población que vería en esta deducción una oportunidad de realizar una inversión de este tipo.

6. Uno de los grandes problemas que existe en España es la burocracia. Solo unos pocos países en el mundo tienen un sistema burocrático más complicado, lento y caro que España. Uno de los grandes activos de una sociedad son los emprendedores. Estas personas son la fuente de ideas y de negocio más dinámica que existe ya que se adaptan perfectamente a una sociedad en continuo cambio aportando nuevas oportunidades de negocio. El problema radica en la imposibilidad, para la mayoría de ellos, en realizar sus proyectos ya que el tiempo y el dinero exigido antes de iniciar la actividad comercial reducen al mínimo a las personas que finalmente pueden poner en marcha su proyecto, y de estos, la mayoría deberá clausurarlo al poco tiempo ya que las rígidas cargas fiscales que se aplican no dejan margen de tiempo para rodar la idea.

REGULACIÓN

Principales hitos normativos del tercer trimestre de 2012

Mercedes Morera Villar

Principales hitos normativos del tercer trimestre de 2012

Mercedes Morera Villar

El tercer trimestre de 2012 ha llevado consigo la aprobación de numerosas normas en materia económica, cuyo objetivo fundamental ha sido el saneamiento y reestructuración del sector financiero, el cumplimiento de los objetivos de déficit marcados por Bruselas para el estado Español así como la realización de ciertas reformas estructurales como las que afectan al mercado de trabajo o al ámbito de la mediación en asuntos civiles y mercantiles. Los principales hitos legales en la materia pueden resumirse como sigue:

1. Circular 5/2012, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos —Boletín Oficial del Estado (B.O.E.) de 6 de julio de 2012—.

Esta norma se dicta al amparo de las habilitaciones normativas contenidas en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda (EHA) 2.899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, así como de la Orden EHA/1.608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

El objetivo de la misma es articular un único marco en el que englobar los principios generales y actuaciones que marcarán la relación entre clientes de servicios bancarios y entidades de crédito. Por ello, su entrada en vigor supone la derogación de la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, anterior reguladora de la materia.

El contenido de esta regulación está expresamente enfocado para las personas físicas, de forma que las actuaciones que se realicen en el marco de una actividad profesional o empresarial podrán exceptuar su aplicación, salvo excepciones.

Dentro de las novedades que el texto incorpora, señalar:

— La ampliación de la información que las entidades de crédito deben poner a disposición de los clientes, incorporándose la obligatoriedad de que se publiquen los tipos de interés y comisiones habitualmente aplicadas a sus servicios y productos más frecuentes.

— La imposición de deberes de información y diligencia a la hora de contratar productos de mayor complejidad.

— La determinación de un tamaño mínimo de la letra usada en el texto de los contratos así como la necesidad de que se resalten ciertos aspectos primordiales del producto o servicio concreto de que se trate.

— La obligatoriedad de que cualquier servicio o producto bancario contratado lleve aparejada la firma del correspondiente contrato, con la entrega de la preceptiva documentación.

— La necesidad de que anualmente las entidades de crédito informen a los clientes de las tarifas, comisiones y demás precios aplicados a los servicios y productos que durante ese año hayan tenido contratados.

— El desarrollo del concepto "prestamo responsable", que implica una doble vertiente, por un lado, la mayor entrega de información al particular para las operaciones contratadas, de otro, el más conciso análisis por parte de las entidades de crédito de los riesgos asociados a las mismas, y todo ello prestando especial atención a la concreta situación, necesidades y posibilidades de los clientes.

Entrada en vigor: 6 de octubre de 2012.

2. Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral —B.O.E. de 7 de julio de 2012—.



El pasado 7 de julio se publicó en el B.O.E., tras su tramitación parlamentaria, el texto definitivo de la reforma laboral. La generalidad del texto del mismo recoge el contenido del Real Decreto-Ley 3/2012, de 8 de marzo, cuyo contenido ya analizamos en el número 6 de esta revista digital, donde se contemplaban las novedades legales correspondientes al primer trimestre de 2012, por lo que lo damos por reproducido.

No obstante, sí que se pueden reseñar algunas modificaciones como las relativas a las empresas de trabajo temporal, para que puedan actuar como empresas de colocación; el contrato para la formación y el aprendizaje (regulación de prórrogas, catálogo de trabajadores afectados, etc.); el contrato de trabajo por tiempo indefinido de apoyo a los emprendedores (se establece, entre otras modificaciones y aclaraciones, un límite a esta modalidad de contratación, de forma que sólo podrá celebrarse mientras la tasa de paro no se sitúe por debajo del 15 por ciento); la distribución irregular de la jornada de trabajo por convenio colectivo o acuerdo; etc.

Entrada en vigor: 8 de julio de 2012.

3. Ley 5/2012, de mediación en asuntos civiles y mercantiles —B.O.E. de 7 de julio de 2012—. Corrección de errores publicada en el B.O.E. de fecha 26 de julio del año en curso.

Al igual que en el punto anterior referido a la reforma laboral, esta norma tiene su origen en el Real Decreto-Ley 5/2012, de 5 de marzo, al que

se hizo referencia en el número 6 de esta revista digital. El texto del mismo reproduce básicamente el contenido de la primera, como bien se indicó en su aprobación parlamentaria, si bien con algunas enmiendas aprobadas con el objetivo de evitar interpretaciones restrictivas o limitativas de la posibilidad de acudir a la mediación en otros ámbitos, a aportar más claridad al ámbito de actuación de las instituciones de mediación, y a reforzar el cumplimiento del requisito de la formación de los mediadores, entre otros.

Entrada en vigor: 27 de julio de 2012.

4. Real Decreto-Ley 20/2012, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad —B.O.E. de 14 de julio de 2012—. Corrección de errores publicada en el B.O.E. de fecha 19 de julio del año en curso. Convalidado por el Congreso de los Diputados mediante resolución de fecha 19 de julio de 2012, publicada en el B.O.E. el 1 de agosto del año en curso.

Se trata de una serie de medidas estructurales encaminadas al cumplimiento de los objetivos de déficit, que, tal y como el propio texto de la norma se encarga de reseñar, tiene como objetivo fomentar la actividad económica y la competitividad pública y privada. Algunas de estas medidas tienen efecto indefinido, si bien otras se configuran como temporales en tanto subsista la difícil situación económica por la que atraviesa España.

Entre las medidas incorporadas en esta norma, señalamos las siguientes:

— Por lo que concierne a la Administración General del Estado.

- Se establece, como norma general, la incompatibilidad en el cobro de pensiones indemnizatorias, prestaciones compensatorias y percepciones similares que perciben determinados ex altos cargos de carácter básico, en el caso de que estos realicen alguna otra actividad remunerada pública o privada.

- Se suprime durante el año 2012 la paga extraordinaria del mes de diciembre y la paga adicional de complemento específico o pagas adicionales equivalentes del mes de diciembre de los empleados públicos. Adicionalmente, se dispone que estos montantes podrán destinarse, en ejercicios futuros, y cumpliendo determinados requisitos, a realizar aportaciones a planes de pensiones o contratos de seguro colectivo que incluyan la contingencia de jubilación de estos empleados públicos.

- Se aclara y unifica el régimen excepcional de suspensión o modificación de los convenios colectivos y acuerdos que afecten al personal laboral, en caso de causa grave de interés público derivada de una alteración sustancial de las circunstancias económicas.

- Se reducen los días de libre disposición (conocidos como «moscosos») y se suprimen los días adicionales por antigüedad (conocidos como «canosos»). Adicionalmente, se homogeniza el régimen de permisos para todas las Administraciones Públicas.

- Se limita el tiempo retribuido para la realización de funciones sindicales a los previstos en la correspondiente normativa.

- Se adoptan medidas de racionalización del gasto de personal.

— En materia de Seguridad Social y prestaciones por desempleo y subsidios así como régimen de dependencia.

- Se homogeniza, con la normativa fiscal, el régimen de recargos y las bases de cotización de los trabajadores por cuenta ajena.

- Se reduce, en sede de prestaciones por desempleo, el porcentaje a cobrar a partir del séptimo mes, que queda fijado en el 50 por ciento de la base reguladora (anteriormente era del 60 por ciento). Todo ello para nuevos perceptores.



- En cuanto a los subsidios, se modifica, en general, el régimen del mismo para ligarlo de mayor manera al patrimonio personal del beneficiario, y, en particular, se elimina el subsidio especial para mayores de 45 años que agotan su prestación contributiva y se limita el régimen regulador del subsidio para mayores de 52 años y el régimen de acceso a la renta activa de reinserción (R.A.I.).

- Por lo que concierne a las bonificaciones, se suprimen por regla general todas con la salvedad de las destinadas a la contratación de discapacitados y las relativas al contrato de apoyo a emprendedores, jóvenes, mayores de 45 años, parados de larga duración, mujeres, víctimas de violencia de género y trabajadores en baja por maternidad.

- Se establecen medidas correctoras en el régimen de dependencia que afectan, entre otras materias, al tratamiento en sede de Seguridad Social de los cuidadores no profesionales, se crea una nueva estructura en cuanto a la valoración de la dependencia –se mantienen los grados anteriores pero se eliminan los niveles dentro de los mismos–, se regula un contenido mínimo de intensidad y compatibilidad de las prestaciones para todas las Administraciones Públicas, y se reducen determinadas cuantías máximas y mínimas de las prestaciones.

— Por lo que se refiere al marco impositivo, distintas son las modificaciones.

- Impuesto sobre el Valor Añadido. Se aumenta, con efectos a partir del 1 de septiembre de 2012, tanto el tipo general como el reducido, que pasa del 18 por ciento al 21 por ciento y del 8 por ciento al 10 por ciento, respectivamente. Igualmente, se reclasifican algunos hechos impositivos para que tributen a un nuevo tipo impositivo. Ej.: entradas a teatros o cines pasan a tributar al tipo general, al igual que ocurre con las representaciones teatrales o musicales.

- Se modifica la Ley de Impuestos Especiales en lo que se refiere a los tipos impositivos sobre las labores del tabaco.

- Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Principalmente destaca la supresión de la compensación por compra de vivienda habitual que venían aplicándose los contribuyentes que compraron su vivienda antes del 20 de enero de 2006. De otro lado, se aumenta, con efectos a partir del 1 de septiembre de 2012, el porcentaje de retención o ingreso a cuenta por determinados rendimientos del trabajo: conferencias, seminarios, etc., que queda fijado, hasta el 31 de diciembre de 2013, en el 21 por ciento.

- Impuesto sobre Sociedades. En cuanto a las medidas de carácter indefinido, se introduce la generalización de la limitación a la deducibilidad de los gastos financieros (se aplicará a todas las entidades sujetas al impuesto, formen parte o no de un grupo).

Por lo que concierne a medidas temporales (aplicables únicamente durante los ejercicios fiscales 2012 y 2013), tres son las principales novedades: se modifica el régimen de las conocidas como “BINS” (bases impositivas negativas pendientes de compensar procedentes de ejercicios anteriores), reduciéndose su límite de compensación en función de la cifra de negocios (50 por ciento cuando la cifra de negocios se sitúe entre 20 millones y 60 millones de euros, y 25 por ciento a partir de esta última cantidad); se limita la deducción de los activos intangibles de vida útil indefinida; y, modificación del método de cálculo y cuantías mínimas de los pagos fraccionados aplicables a las grandes empresas.

Finalmente, en el ámbito del Impuesto sobre Sociedades, se incluye como medida excepcional hasta el 30 de noviembre de 2012 la creación de un impuesto especial sobre determinados dividendos y rentas de fuente extranjera.



- Se introducen medidas encaminadas a liberalizar el ámbito de la distribución comercial (liberalización de horarios y apertura comercial en domingos y festivos, así como en el régimen de las promociones de ventas, ya sean rebajas, saldos, liquidación, etc.), a fomentar la actividad exterior (mejoras en las líneas de financiación) y la inversión en España. Para esto último, se amplían los fines del Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX), para que incluya el fomento de la inversión en nuestro país, y, en consecuencia, se dota a este organismo de una nueva denominación “Entidad Pública Empresarial ICEX España Exportación e Inversiones”.

- Incorporación de medidas concretas en materia de infraestructuras, transporte y vivienda. Así, se deroga la compensación de la Administración General del Estado a las sociedades de autopistas de peaje por la pérdida de ingresos que les supone la bajada del 7 por ciento de su importe, y se reduce en un 30 por ciento (fijándose en 147 euros mensuales) la Renta Básica de Emancipación de los jóvenes, haciéndola igualmente incompatible con cualquier otra ayuda autonómica con el mismo objeto.

- Modificaciones en el ámbito del sector energético, especialmente por lo que concierne al eléctrico.

Entrada en vigor: 15 de julio de 2012.

Entrada en vigor: 27 de julio de 2012.

4. Real Decreto-Ley 21/2012, de medidas de liquidez de las Administraciones Públicas y en el



ámbito sector financiero —B.O.E. de 14 de julio de 2012—. Corrección de errores publicada en el B.O.E. de fecha 19 de julio del año en curso. Convalidado por el Congreso de los Diputados mediante resolución de fecha 19 de julio de 2012, publicada en el B.O.E. el 1 de agosto del año en curso.

Con el objetivo de dotar de liquidez a las Comunidades Autónomas se crea un nuevo instrumento, el «Fondo de Liquidez Autonómico» (FLA), de carácter temporal y voluntario, al que estas podrán acogerse estas, previa elaboración del correspondiente plan de ajuste. Este mecanismo lleva aparejado el cumplimiento de determinados requisitos, especialmente referidos al cumplimiento de objetivos de déficit y uso de instrumentos financieros, así como al control de la Administración General del Estado en el seguimiento del referido plan.

Entrada en vigor: 15 de julio de 2012.

5. Resolución del 24 de julio de 2012, de la Secretaría de Estado de Empleo, por la que se ordena la publicación del acuerdo del Consejo de Ministros de 6 de julio del año en curso, por el que se aprueba el Plan Anual de Política de Empleo para 2012 —B.O.E. de 4 de agosto de 2012—.

En el referido Plan se incluyen como objetivos prioritarios los siguientes:

— Reducir la tasa de empleo juvenil.

— Mejorar la empleabilidad de los demás colectivos afectados por el paro.

— Apoyar a los emprendedores a través de medidas que contribuyan a crear empleo y posibilitar el mantenimiento de los mismos en el mercado de trabajo.

— Acentuar la colaboración público-privada con el fin de realzar los mecanismos de búsqueda de empleo por los desempleados.

— Desarrollar medidas para colectivos específicos, con especial atención a las personas con discapacidad.

— La lucha contra el fraude.

Para el cumplimiento de estos objetivos se incluyen más de 520 acciones propuestas conjuntamente por las Comunidades Autónomas y el Estado, que serán objeto de evaluación y seguimiento continuo.

6. Orden ECC/1.76272012, de 3 de agosto, por el que se desarrolla el artículo 5 del Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, en materia de remuneraciones en las entidades que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración —B.O.E. de 8 de agosto de 2012—. Corrección de errores publicada en el B.O.E. de fecha 15 de septiembre del año en curso.

Como el propio título de la Orden indica, su objetivo es determinar y clarificar las retribuciones de administradores y directivos de las reseñadas entidades de crédito, en función de si estas se encuentran mayoritariamente participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria —FROB— (aquellas en las que el Fondo ostente directamente la participación mayoritaria) o se si han recibido apoyo financiero de este.

— Retribución en sede de entidades mayoritariamente participadas por el FROB:

- Miembros no ejecutivos de los órganos colegiados de administración: 50.000 euros por todos los conceptos.
- Presidentes ejecutivos, Consejeros Delegados o asimilados así como Directivos: 300.000 euros por todos los conceptos.

En ninguna de estas dos categorías se podrá percibir retribución variable alguna en tanto en cuanto el FROB ostente una participación mayoritaria.

— Retribución en sede de entidades que han recibido asistencia financiera del FROB:

- Miembros no ejecutivos de los órganos colegiados de administración: 100.000 euros por todos los conceptos.
- Presidentes ejecutivos, Consejeros Delegados o asimilados así como Directivos: 600.000 euros por todos los conceptos.

Se permite el cobro de retribución variable con el límite del 60 por ciento de la retribución bruta fija anual, si bien diferido el devengo a 3 años y condicionada al cumplimiento de resultados. Esta retribución variable podrá alcanzar el 100 por ciento únicamente, y previa aprobación por el Banco de España, en el caso de directivos contratados con posterioridad o de forma simultánea a la recepción de apoyo financiero por el FROB.

Entrada en vigor: 9 de agosto de 2012.

7. Real Decreto-Ley 23/2012, de 24 de agosto, por el que se prorroga el programa de recualificación profesional de las personas que agoten su prestación por desempleo —B.O.E. de 25 de agosto de 2012—. Convalidado por el Congreso de los Diputados mediante resolución de fecha 13 de septiembre de 2012, publicada en el B.O.E. el 20 de septiembre del año en curso. Corrección de errores

publicada en el B.O.E. de fecha 13 de septiembre del 2012.

A través de esta norma se prorroga de nuevo en 6 meses más la conocida «ayuda de 400 euros» para las personas paradas que hayan agotado su prestación por desempleo, sujetas a las condiciones y requisitos legalmente establecidos. No obstante, se introducen variaciones en los términos de dicha ayuda, como la cuantía de la ayuda (que aumenta para personas con tres o más personas a su cargo), la definición de las circunstancias y condiciones de lo que se entiende por unidad familiar, se refuerza el seguimiento del grado de compromiso de los beneficiarios de la ayuda, o la revisión de las posibles incompatibilidades de esta ayuda con otras de análoga naturaleza.

Entrada en vigor: 26 de septiembre de 2012.

8. Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito —B.O.E. de 31 de agosto de 2012—. Convalidado por el Congreso de los Diputados mediante resolución de fecha 13 de septiembre de 2012, publicada en el B.O.E. el 20 de septiembre del año en curso.

Esta norma introduce importantes novedades en sede de entidades de crédito.

En primer lugar, se estructura en función de las distintas fases por las que puede atravesar una entidad de crédito en dificultades: reestructuración y resolución, y a ello le añade la posible adopción de medidas preventivas que eviten la entrada en alguna de las dos fases de dificultad anteriores.

— En cuanto a los novedosos mecanismos de actuación temprana, estos serán aquellos que deberán adoptar las entidades que no cumplan o que objetivamente sea previsible que no vayan a cumplir los requisitos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno pero que es previsible que puedan superar esta situación de dificultad por sus propios medios o a través de un apoyo financiero excepcional mediante instrumentos convertibles en acciones. Así, en caso de darse este supuesto será la propia entidad la que deba dirigirse al Banco de España, al que remitirá el correspondiente Plan de Actuación para asegurar su viabilidad a largo plazo. No obstante, se autoriza al Banco de España a requerir a cualquier entidad que entienda que razonablemente se encuentra en esta situación, a que presente el correspondiente Plan.

La aprobación del Plan de Actuación por parte del Banco de España deberá contar con el informe favorable del Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB), y en él se establecerán las distintas medidas que la entidad deberá llevar a cabo para completar los objetivos de estabilidad, liquidez y solvencia legalmente exigidos. El Banco de España gozará de poderes incluso para sustituir a los miembros del Órgano de Administración de la entidad en dificultades en caso de que considere que se está produciendo un deterioro significativo de la situación de la entidad.

Trimestralmente se revisará por el Banco de España, en colaboración con el FROB, el cumplimiento del Plan de Actuación, adoptándose nuevas medidas de ser necesario. En caso de que el referido plan no supusiere la vuelta a la viabilidad de la entidad en dificultades, deberá abrirse un proceso de reestructuración o resolución, de conformidad con lo establecido legalmente.

— Por lo que se refiere a los procesos de reestructuración o resolución, estos se definen en función de la viabilidad de la entidad:

- Reestructuración: aplicable entidades financieras que requieran apoyo financiero público para garantizar su viabilidad y resulte previsible que dicho apoyo será reembolsado o recuperado de acuerdo con lo previsto legalmente, o cuando no pudiera llevarse a cabo, su resolución sin efectos gravemente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero.
- Resolución: aplicable entidades inviables o que sea previsible que vayan a serlo en un futuro próximo y que, por razones de interés público y estabilidad financiera resulte necesario evitar su liquidación concursal.

En ambos supuestos, se deberá asegurar la utilización más eficiente de los recursos públicos y evitar perjuicios para la estabilidad del sistema financiero así como prever posibles situaciones de contagio, con la máxima protección para los clientes de las entidades financieras afectadas. En cumplimiento del primer principio señalado, el del menor coste posible para el contribuyente, se dispone expresamente que serán los accionistas, socios o cuotapartícipes los primeros en asumir las pérdidas sufridas, tras las cuales se situarán los acreedores subordinados. Entre estos acreedores subordinados se encuentran los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, sobre los que se podrán realizar determinadas acciones de gestión tales como ofertas



de canje por instrumentos de capital, recompra de valores, reducción del valor nominal de la deuda o amortización anticipada a valor distinto del valor nominal, entre otros. Todas ellas de aceptación voluntaria por parte del inversor, estando el valor determinado por el informe de, al menos, un experto independiente.

De otro lado, se dispone explícitamente que los administradores de estas entidades en dificultades responderán personalmente de los daños y perjuicios causados en proporción a su participación y la gravedad de aquellos, de conformidad con lo dispuesto en la normativa mercantil, concursal y penal.

— Centrándonos en el ámbito de los procesos de reestructuración, estos también deberán de ir acompañados del correspondiente Plan de Actuación, a aprobar por el Banco de España con el visto bueno del FROB. Al igual que en el supuesto de las medidas tempranas, este plan podrá presentarse de firma voluntaria por la propia entidad en dificultades o ser requerido por el Banco de España.

La elección de los instrumentos de reestructuración corresponderá al FROB, que podrá optar de entre los siguientes: apoyo financiero, transmisión de activos o pasivos a una sociedad gestora, o ambos conjuntamente.

Siguiendo el régimen establecido para los mecanismos de actuación temprana, el FROB y el Banco de España seguirán con carácter trimestral

el grado de cumplimiento del plan, adoptando, de estimarlo oportuno, medidas adicionales. En caso de apreciar la imposibilidad de que el Plan de Actuación culmine satisfactoriamente, se procederá, de resultar oportuno, la resolución de la entidad en dificultades.

— Como última y más gravosa de las situaciones de dificultad se presenta la “resolución” de la entidad. La decisión sobre la apertura del proceso de resolución corresponde al Banco de España, de oficio o a propuesta del FROB, y previo informe a este último y al Ministerio de Economía y Competitividad.

El inicio del proceso llevará consigo la sustitución del Órgano de Administración de la entidad, salvo que este ya esté controlado por el FROB, siendo este último el encargado de elaborar el correspondiente Plan de Resolución, a aprobar por el Banco de España.

— Por lo que se refiere a los instrumentos para la resolución a determinar por el FROB bien individual o conjuntamente, la norma establece un amplio catálogo: venta del negocio de la entidad, transmisión de activos o pasivos a un banco puente o a una sociedad de gestión de activos, o la prestación de apoyo financiero bajo determinadas condiciones y límites.

— En segundo lugar, se prevé la creación de una «sociedad de gestión de activos» (conocida coloquialmente como «banco malo»), a la que se podrán (e incluso deberán en caso de que así lo considere el FROB) traspasarse aquellos activos especialmente dañados o cuya permanencia en el balance de la entidad se considere perjudicial para su viabilidad. La regulación de esta sociedad, que adoptará la forma de una sociedad anónima y no podrá estar participada por los poderes públicos en más de un 49 por ciento de su capital, se remite a su desarrollo reglamentario posterior.

— Seguidamente, esta norma modifica el régimen jurídico del FROB, especialmente en lo referente a la composición de su órgano de Gobierno, donde se suprime la participación de las entidades de crédito en representación del Fondo de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito, para evitar posibles conflictos de interés, y se crea la figura del Director General, que ostentará las competencias de carácter ejecutivo del fondo. Igualmente, se le dota al FROB de mecanismos de coordinación y cooperación con instituciones nacionales e internacionales similares a las previstas para el Banco de España.

— Se dispone expresamente que las medidas adoptadas por el FROB tendrán carácter ejecutivo, de forma que no requerirán de su autorización por juntas de socios o cualquier órgano equivalente. No obstante, sí que serán susceptibles de impugnación, existiendo dos vías: las resoluciones adoptadas en el ejercicio de facultades mercantiles serán impugnables bajo el mismo régimen que las impugnaciones de acuerdos sociales, mientras que las tomadas en base a facultades administrativas se podrán impugnar en vía contencioso-administrativa, ambas con ciertas peculiaridades.

— En cuarto lugar, se incorporan medidas de protección para los clientes minoristas en cuanto a la comercialización de productos complejos tales como participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios. Del mismo modo, se intensifican los poderes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación a la comercialización de este tipo de productos.

— Finalmente, se refuerza la solvencia de las entidades de crédito, a las que les será exigible a partir del 1 de enero de 2013 un único requerimiento de capital del 9 por ciento de las exposiciones ponderadas por riesgo; redefiniéndose igualmente el concepto de capital principal para adaptarlo al utilizado por la Autoridad Bancaria Europea.

Entrada en vigor: 31 de agosto de 2012.

9. Ley Orgánica 4/2012, de 28 de septiembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera —B.O.E. de 29 de septiembre—.

Principalmente el objetivo de esta modificación es introducir nuevas obligaciones de información para aquellas Comunidades Autónomas que hayan solicitado asistencia financiera o que no cumplan o se prevé que no vayan a cumplir los objetivos de déficit marcados, así como aclarar y flexibilizar la operativa de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

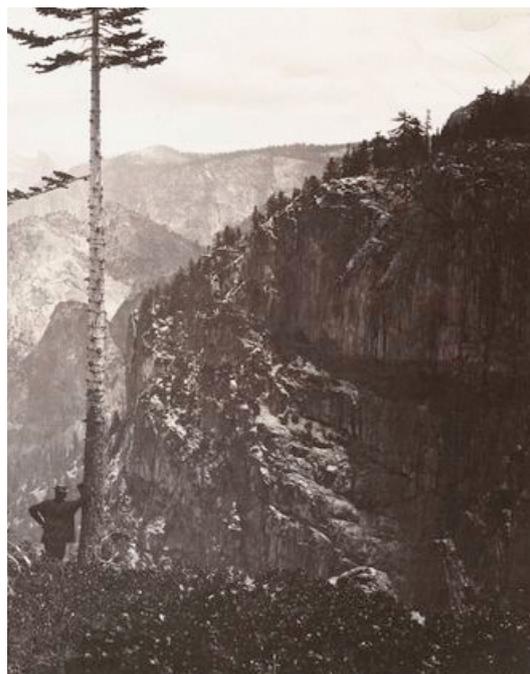
Entrada en vigor: 29 de septiembre de 2012.

Finalmente, por lo que se refiere a la normativa estatal, señalar brevemente, por su importancia en la materia, la aprobación en Consejo de Ministros de las siguientes dos normas, cuyo contenido se señala brevemente dadas las variaciones que pueden sufrir en sede parlamentaria:

— El Proyecto de Ley de Medidas Fiscales para la Sostenibilidad Energética (Consejo de Ministros de 14 de septiembre de 2012), que ha sido remitido al Congreso de los Diputados para su tramitación parlamentaria. Esta norma tiene como objetivo la progresiva reducción, para su eliminación en el año 2013, del déficit de tarifa del sector eléctrico español. Ello se pretende a través de una serie de medidas, entre las que destacan: la creación de un impuesto para la generación de energía nuclear y el almacenamiento de residuos productivos; el establecimiento de un canon a la generación hidroeléctrica; la implantación de determinados impuestos especiales (“céntimos verdes”) por el gas natural, la generación de energía de carbón, el fuel-oil y el gasóleo; o la fijación de un impuesto de carácter estatal directo que grave la realización de actividades de producción de energía eléctrica, a un tipo único del 6 por ciento, que se aplicará a todo tipo de instalaciones y energías.

— El Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013 (Consejo de Ministros de 27 de septiembre de 2012), que al igual que su predecesor, incluye una importante reducción del gasto público a través de diversas medidas, entre otras, la congelación del sueldo de los empleados públicos, la no contratación de nuevo personal en este sector a excepción de una mínima tasa de reposición para ciertos sectores o el recorte de las partidas ministeriales. Por el lado de los ingresos, resaltar el establecimiento de un impuesto para juegos y loterías por premios superiores a 2.500 euros, que tributarán al 20 por ciento, la grabación de las plusvalías (ganancias patrimoniales obtenidas en menos de 1 año) al tipo marginal del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la fijación de un límite a la deducción por amortización para grandes empresas y la posibilidad de actualizar los balances para adecuarlos a la evolución de los precios, con una carga impositiva del 5 por ciento, ambas en sede de Impuesto sobre Sociedades, la prórroga del Impuesto sobre el Patrimonio durante el 2013, y la habilitación a los ayuntamientos para gravar el patrimonio histórico artístico afecto a actividades económicas. En cuanto a las pensiones, estas se actualizan en un 1 por ciento a cuenta de la inflación del año 2013.

El citado Consejo de Ministros también incluyó un plan de 43 reformas estructurales a acometer en un plazo de 6 meses, como el desarrollo de la reforma laboral, la reforma educativa, un plan de emprendedores y una ley de unidad de mercado; así como el anuncio de la creación de una autoridad fiscal independiente encargada de supervisar



las cuentas públicas y el cumplimiento de los objetivos de déficit, que quedan fijados para el 2013 en el 3,8 por ciento y del 0,7 por ciento del Producto Interior Bruto para el Estado y las Comunidades Autónomas, respectivamente.

Finalmente, y por lo que atañe a la normativa de este primer trimestre de 2012, señalamos, por su importancia, la aprobación por parte del Gobierno, en el pasado Consejo de Ministros del día 30 de marzo, del Proyecto de Ley de Presupuestos Generales de Estado para el año 2012. Si bien esta norma iniciará ahora su tramitación parlamentaria, con las consiguientes modificaciones que pueda sufrir, es de reseñar que la misma incluye una reducción de las partidas ministeriales en aproximadamente un 17 por ciento así como el mantenimiento de las prestaciones por desempleo y del sueldo de los funcionarios. Igualmente, se contempla la actualización de las pensiones.

Como colofón, centrándonos en el ámbito de la Comunidad Autónoma Andaluza, señalar las principales novedades legales correspondientes al tercer trimestre del año 2012.

— **Decreto 327/2012, de 10 de julio, por el que se modifican diversos Decretos para su adaptación a la normativa estatal de la transposición de la Directiva de Servicios** (Boletín Oficial de la Junta de Andalucía —B.O.J.A.—, de 13 de julio de 2012). Esta norma incorpora las modificaciones legales necesarias en el ámbito autonómico andaluz para adaptarlas al contenido de la referida Directiva de

Servicios, ya traspuesta en el ordenamiento jurídico estatal.

Entrada en vigor: 11 de julio de 2012.

— **Decreto-Ley 3/2012, de 24 de julio, por el que se modifica el Decreto-Ley 1/2012, de 19 de junio, de medidas fiscales, administrativas, laborales y en materia de Hacienda Pública para el equilibrio económico-financiero de la Junta de Andalucía, para adaptarlo al Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad** (B.O.J.A. de 25 de julio de 2012). A través de la misma se adecúa la normativa autonómica a lo contenido en materia de retribución y condiciones salariales de los funcionarios públicos fijados en el comentado anteriormente Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio.

Entrada en vigor: 25 de julio de 2012.

— **Acuerdo de 24 de julio de 2012, del consejo de Gobierno, por el que se aprueba un conjunto de medidas relacionadas con el cumplimiento del Plan Económico-Financiero de reequilibrio de la Junta de Andalucía 2012-2014** (B.O.J.A. de 3 de agosto de 2012). El Acuerdo adecúa el régimen económico de las personas que ejercen funciones de alta dirección y del resto del personal directivo de las entidades del sector público andaluz al establecido para los órganos directivos y personal funcionario de la Administración General de la Junta de Andalucía. Igualmente, incorpora otras

medidas de reducción del gasto público como son la reducción de la flota de vehículos oficiales o la revisión de los contratos de arrendamiento de inmuebles por organismos públicos o vinculados a la Junta de Andalucía.

Entrada en vigor: 4 de agosto de 2012.

— **Acuerdo de 26 de julio de 2012, del Consejo de Gobierno, por el que se aprueba el Plan de Choque por el Empleo de Andalucía** (B.O.J.A. de 10 de agosto de 2012). Este plan consiste en una dotación económica destinada a acometer las siguientes medidas:

- Aumento de la dotación económica de Plan de Oportunidades Laborales de Andalucía, encaminado a intensificar la inversión en construcción de infraestructuras educativas y a la creación de empleo, preferentemente entre los desempleados de larga duración que no perciban prestaciones o subsidios.
- Otorgamiento de fondos para la creación de un Programa de Mejora Forestal, con el objetivo de potenciar el «empleo verde» en el medio rural.
- Inyección de dinero para la rehabilitación de viviendas, en el marco del Programa de Rehabilitación Autonómica del Plan Concertado de Vivienda y Suelo 2008-2012.

Entrada en vigor: 11 de agosto de 2012.

RESEÑA DE LIBROS

Retratos de economistas andaluces: vida, tiempo y pensamiento

Miguel González Moreno

Fundación Unicaja, Málaga, 2012, 258 págs.

Manuel Martín Rodríguez

Retratos de economistas andaluces: vida, tiempo y pensamiento

Miguel González Moreno

Fundación Unicaja, Málaga, 2012, 258 págs.

Manuel Martín Rodríguez

Hace ahora 25 años que un grupo de economistas nos reunimos en Ronda, en el Teatro Espinel, hoy lamentablemente desaparecido, para pasar revista a las aportaciones de economistas andaluces al pensamiento económico español. Era este el mismo teatro modernista que en 1913, a los pocos años de su construcción por Santiago Sanguinetti, había acogido el Primer Congreso Internacional Georgista, que dio lugar, entre otros frutos, al nacimiento del andalucismo de Blas Infante.

Durante estos veinticinco años, el conocimiento de la historia económica de Andalucía y de los economistas andaluces ha aumentado hasta límites difíciles de prever en aquella primera reunión, cuyos trabajos se reunieron en el libro editado por Gumersindo Ruiz, «Andalucía en el pensamiento económico» (1987). Gracias a las decenas de libros y artículos publicados, desde entonces en este mismo año he podido publicar mi «Historia del pensamiento económico en Andalucía» (Granada: Comares, 2012), una primera síntesis que espero pueda ir enriqueciéndose en los próximos años.

Con apenas una semana de diferencia ha aparecido también en las librerías el libro de Miguel González. Aunque sabía por su autor que llevaba tiempo trabajando en él, no conocía en absoluto su contenido, ni su enfoque metodológico, ni su extensión. Esta breve nota de urgencia en la revista electrónica *eXtoikos*, viene a dejar constancia de esta notable adición a la historia del pensamiento económico andaluz.

El libro de Miguel González puede incluirse dentro de lo que en arqueología se llamaría fase explicativa, es decir, la que sigue a las fases previas de descubrimiento y sistematización de los materiales descubiertos. Eligiendo tan sólo a tres economistas andaluces, Mercado (Sevilla), Martínez de Mata (Motril, Granada) y Flores de Lemus (Jaén), su análisis se extiende, sin embargo, a toda



la época en que cada uno de ellos vivió: la etapa de esplendor de la economía andaluza en el siglo XVI, en los años dorados del comercio con Indias; la etapa de la decadencia económica española en el siglo XVII, en la que centenares de economistas y arbitristas propusieron distintas fórmulas para escapar de ella; y la etapa de renovación de los estudios de economía política en España, el primer tercio del siglo XIX, cuando Andalucía no había perdido aun el tren de cabeza del desarrollo económico.

Por consiguiente, la elección de estos tres economistas andaluces sirve a Miguel González, no para exponer sus vidas y su pensamiento económico exclusivamente, sino para hablar del tiempo en que vivieron y para analizar las ideas económicas de las corrientes o *escuelas* económicas a las que pertenecieron: la escolástica tardía de Mercado, el

mercantilismo *cuasi sistema* de Martínez de Mata y el historicismo alemán con ribetes marginalistas de Flores de Lemus. Una tarea así, bien realizada, como es el caso de este libro, solo está al alcance de quien posee un profundo conocimiento de la teoría económica y de la historia.

Diré, por último, que la elección de estos tres economistas me parece plenamente acertada, porque cada uno de ellos hizo contribuciones analíticas importantes, lejos de la utopía y el arbitrio que ha caracterizado el pensamiento económico andaluz a lo largo de la mayor parte de su historia. Mercado enriqueció la teoría del valor de la Escuela de Salamanca con su profundo conocimiento de los tratos y contratos que se realizaban en las gradas de la catedral de Sevilla y nos dejó una vigorosa descripción del funcionamiento de la economía mundial de su tiempo. Martínez de

Mata introdujo instrumentos analíticos que aún perduran, como la fuerza del consumo para activar la economía y la capacidad de la política monetaria para contribuir a ello, ideas que comenzarían a formar parte de la teoría económica medio siglo más tarde. Y Flores de Lemus, el menos original, contribuyó, sin embargo, de forma decisiva a la modernización de los estudios de economía en España.

Como bien nos recuerda Miguel González, Schumpeter, en su *«Historia del análisis económico»* solo citó a los dos primeros, y no les reservó asiento alguno en el «autobús» de la ciencia económica. Creo que no hizo justicia con ellos, que seguramente lo merecían. Los lectores de este libro, escrito con sencillez, como pretendía su autor, pero con gran rigor, como todos sus escritos, probablemente estarán de acuerdo con ello.

SELECCIÓN DE ARTÍCULOS PUBLICADOS

Relación de artículos seleccionados, publicados en el tercer trimestre de 2012
Instituto Econospérides

Relación de artículos seleccionados, publicados en el tercer trimestre de 2012

Instituto Econospérides

Coyuntura económica

El déficit público se resiste. Ángel Laborda. *El País*, 1 de julio de 2012.

El porqué del paquete fiscal. Ángel Laborda. *El País*, 15 de julio de 2012.

Crisis financiera

Funambulismo sobre la prima de riesgo. José M. Domínguez. *Sur*, 15 de septiembre de 2012.

Economía internacional

El patetismo del plutócrata. Paul Krugman. *El País*, 22 de julio de 2012.

Política económica

¿Es necesario el rescate? Javier González de Lara. *Sur*, 11 de septiembre de 2012.

España debe salvarse a sí misma. Ángel Pascual-Ramsay. *El País*, 16 de julio de 2012

Exportar para salir a flote. Antoni Espasa. *El País*, 2 de septiembre de 2012.

Sector público

Más difícil para el defraudador. Luis Jones y Ana Fernández-Daza. *El País*, 22 de julio de 2012.

Reformar la fiscalidad para crecer. Michele Boldrin y J. Igancio Conde-Ruiz. *El País*, 20 de julio de 2012.

Sobre el gasto público en España. José M. Domínguez. *Sur*, 22 de septiembre de 2012.

Sistema financiero

Coto a los «cortos». Ángel Berges y Daniel Suárez. *El País*, 22 de julio de 2012.

El peligroso oficio de hacer profecías. J. Bradford. *El País*, 1 de julio de 2012.

Un momento inapropiado para la Tasa Tobin. José Ignacio Navas. *Expansión*, 12 de septiembre de 2012.

Unión Monetaria Europea

Controvertida unión bancaria. Emilio Ontiveros. *El País*, 16 de septiembre de 2012.

El futuro del Euro y del BCE. Xavier Vives. *El País*, 13 de agosto de 2012.

El precio de abandonar la moneda única. Carmen Alcaide. *El País*, 19 de agosto de 2012.

La crisis, Europa y Krugman. Carlos Mulas-Granados. *El País*, 8 de julio de 2012.

La fragmentación de la Eurozona. Nicolas Berggruen, Nouriel Roubini y Mohamed A. El-Erian. *El País*. 22 de agosto de 2012.

La tragedia de la Unión Europea. Georges Soros. *El País*, 9 de septiembre de 2012.

No habrá una ruptura del Euro. Guillermo de la Dehesa. *El País*, 19 de agosto de 2012.

El déficit público se resiste

Ángel Laborda

El País, 1 de julio de 2012

Tras las relativamente buenas noticias que nos dieron la semana anterior las pruebas de resistencia a los bancos españoles, en el sentido de que las necesidades de capital resultantes eran cifras razonables y asumibles por el Estado, en esta semana los dirigentes europeos nos sorprendieron positivamente con decisiones que, francamente, yo no esperaba. La ayuda financiera para recapitalizar a los bancos parece que podrá ir directamente a los mismos sin cargar la deuda del Estado, dicha deuda no tendrá primacía sobre la privada y los fondos europeos de estabilidad (el actual FPEF o su sustituto el MEDE) podrán intervenir en los mercados secundarios de deuda pública para evitar que las primas de riesgo de países como España o Italia se disparen hasta niveles asfixiantes, provocando la huida de los inversores y dejando sin financiación al conjunto de la economía.

No obstante, hay que ser cautos: las cosas en Europa no cambian tan rápidamente y falta desarrollar la letra pequeña de dichos acuerdos políticos. Además, todo ello estará sujeto a una estricta condicionalidad, es decir, que se obligará a los Estados beneficiarios a cumplir a rajatabla los deberes que se les impongan, entre ellos, los objetivos de déficit público. Es la política del palo y la zanahoria, con la ventaja de que ahora se ve la zanahoria, mientras que hasta ahora solo se veía el palo.

Hablando de déficit público, esta semana el Estado y la Seguridad Social publicaron las cifras de ejecución de sus presupuestos hasta mayo. Y la verdad, las cifras no son buenas. El primero ha acumulado un déficit desde enero hasta mayo de 36.364 millones de euros, prácticamente igual al que marcan los presupuestos como objetivo para todo el año. Esta cifra supone un aumento del 30% respecto a la del mismo periodo de 2011. Es cierto que este déficit está hinchado por el hecho de

Cuentas públicas y confianza

EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO (€)



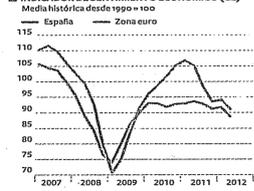
INDICADORES DE CONFIANZA (CI)



EJECUCIÓN PRESUPUESTO DE LA SEGURIDAD SOCIAL (€)



INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (CE)



(*) Con el fin de ofrecer datos homogéneos que reflejen la dinámica real de los ingresos y gastos del Estado, en los ingresos de zona se descuentan las transferencias recibidas de la AAT, en concepto de liquidaciones del ejercicio de 2009 y en los gastos de zona se descuentan las transferencias pagadas a la CCAA, LCALL y Seguridad Social con carácter adelantado.
(**) En los ingresos de zona se descuentan las transferencias recibidas del Estado con carácter adelantado.
Fuentes: Comisión Europea, M^o de Hacienda y M^o de Empleo. Gráficos elaborados por A. Laborda. EL PAÍS

que el Estado, con el fin de facilitarles liquidez, ha estado adelantando a las administraciones territoriales y a la Seguridad Social dinero que hubiera tenido que transferirles en los meses próximos. Pero si descontamos estos adelantos, 7.787 millones, el déficit aún sigue siendo ligeramente superior al del año anterior por estas fechas. Dadas las distorsiones que se producen en las comparaciones de los ingresos y gastos públicos respecto a los años anteriores, porque los mismos se van ejecutando siguiendo un calendario diferente, es útil

ver la tendencia de estas cifras haciendo una suma móvil de 12 meses, en la que estas distorsiones se difuminan. También es útil eliminar ingresos o gastos atípicos o extraordinarios. En el gráfico superior izquierdo se presentan las cifras ajustadas de algunos de estos atípicos, como son los gastos anticipados del año actual señalados y los ingresos que contablemente se anotó el Estado en 2011 como resultado de las liquidaciones de impuestos compartidos con las administraciones territoriales correspondientes al ejercicio de 2009. Lo

que se ve en el gráfico es que el déficit ajustado del Estado acabó el pasado año en una cifra de unos 53.000 millones (el 5% del PIB) y que, en términos de suma móvil de 12 meses, a la altura de mayo seguía en los mismos 53.000 millones, muy alejado del objetivo para final de año de 37.000 millones (3,5% del PIB). Ahora bien, ello no significa en principio que al Estado le sea difícil alcanzar su objetivo, ya que las administraciones territoriales deben hacerle de nuevo al final de año transferencias por más de 20.000 millones como resultado de las liquidaciones del ejercicio de 2010. El problema será,

El riesgo de que el déficit público total se desvíe de nuevo este año del objetivo es muy elevado

¿Entienden por qué algunos miembros del Gobierno insinúan que habrá pronto subidas de impuestos?

por tanto, otra vez para dichas administraciones, a las que les va a ser muy difícil reducir sus gastos en la cuantía requerida. En cuanto a la Seguridad Social, en los últimos 12 meses registra un déficit (ajustado descontando de sus ingresos los anticipos que le ha hecho el Estado en los primeros meses de este año) de 2.500 millones, y va a más, por lo que va a ser casi imposible que al final del año se encuentre en equilibrio, como está previsto. En resumen, el riesgo de que el déficit público total se desvíe de nuevo este año notablemente por encima de los objetivos es muy elevado. ¿Entienden ahora por qué algunos miembros del Gobierno insinúan que va a haber pronto subidas de impuestos? ■

El porqué del paquete fiscal

Ángel Laborda

El País, 15 de julio de 2012

Otra semana decisiva, esta última, en este tortuoso camino de la economía española por encontrar una vía de salida a la crisis. En ella, el Eurogrupo (los ministros de Economía de la zona euro) aprobó el MoU (*Memorandum of Understanding* o memorando de entendimiento), que recoge el acuerdo y las condiciones para la ayuda financiera destinada a recapitalizar el sistema bancario español; y el Ecofin (ministros de Economía y Finanzas de la UE-27) aprobó y publicó sus opiniones y recomendaciones sobre el Programa Nacional de Reformas y el Programa de Estabilidad presentados por el Gobierno en abril en cumplimiento de la normativa europea. Ambos procesos son formalmente independientes, aunque al coincidir en el tiempo todo parece que vaya en el mismo paquete derivado de las condiciones que se imponen a España al pedir la ayuda financiera. Ahora bien, aunque sean independientes, la realidad es que acaban formando un conjunto de condiciones y "recomendaciones" que se parecen mucho a las que se han impuesto a los países que han tenido que ser rescatados.

Y es que España ha llegado a una situación financiera de la que difícilmente puede salir por sí misma. Echamos un vistazo al gráfico superior izquierdo, en el que se recogen los saldos de la balanza de pagos, excluidas las operaciones del Banco de España, en los dos últimos años y lo que conocemos de este. Aunque se ha reducido notablemente, aún seguimos teniendo un déficit importante por operaciones corrientes (comercio de bienes y servicios, rentas y transferencias). En condiciones normales este déficit se financia sin problemas por el saldo de operaciones financieras, sin que tenga que intervenir apenas el Banco de España para poner lo que falta. Así fue durante el segundo semestre de 2010 y durante el primero de 2011. Pero, desde que en julio del pasado año se recrudece la crisis de la deuda soberana europea y España

El lento avance del ajuste

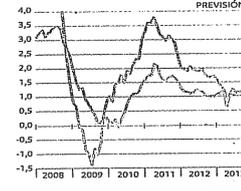
BALANZA DE PAGOS, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA

Miles de millones de euros



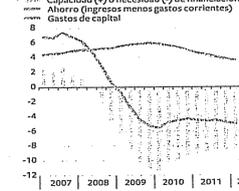
IPC

Variación interanual en %



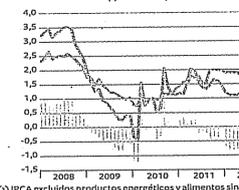
DÉFICIT PÚBLICO TOTAL

Contabilidad nacional, MM€, % del PIB



INFLACIÓN SUBYACENTE: ESPAÑA Y UEM (1)

Variación interanual en % y puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat, INE, Banco de España y Funcas (previsiones IPC). Gráficos elaborados por A. Laborda

pas a estar situada en el centro del huracán, las operaciones financieras, lejos de aportar la financiación que se requiere, han registrado salidas netas de capitales por cantidades ingentes y cada vez mayores. Así, durante el segundo semestre del pasado año el déficit acumulado de toda la balanza ascendió a 106.000 millones de euros y entre enero y abril de este año, a 137.000 millones (casi el 40% del PIB de estos cuatro meses).

Estos "agujeros" los tuvo que financiar el BCE-Eurosistema a través del Banco de

España. Es decir, los inversores están desprendiéndose de activos españoles en grandes cantidades y ya no aportan financiación nueva, originando una falta de liquidez cada vez mayor que, si no fuera por la financiación del BCE, ya nos habría obligado a pedir la ayuda financiera en toda regla. En la base de todo ello está la creciente desconfianza de los inversores en nuestra economía, provocada por el deterioro de los balances bancarios y las cuentas públicas y por la percepción de que las autoridades españolas no estaban actuando

con la rapidez y contundencia requeridas.

La falta de progresos en el ajuste fiscal la podemos ver en el gráfico superior derecho. Si hacemos una suma móvil de cuatro trimestres de las cuentas públicas, para soslayar la acusada estacionalidad que tienen los datos trimestrales y tener años completos, vemos que el déficit público siguió en el 8,5% del PIB en el primer trimestre de este año, igual que en los dos trimestres anteriores. Recordemos que el compromiso del Gobierno era situarlo en el 5,3% al final del año, objetivo tan difícil de cumplir que el Ecofin nos ha permitido elevarlo al 6,3%. Buena parte de la "culpa"

Hasta abril, el déficit por cuenta corriente alcanza los 137.000 millones de euros, casi el 40% del PIB

Los inversores están desprendiéndose de activos españoles en grandes cantidades

del nulo avance que tiene la recesión, pero la otra parte se explica por la lentitud e insuficiencia de las decisiones de las autoridades fiscales.

Para intentar llegar al nuevo objetivo del 6,3%, el Gobierno ha adoptado el paquete de medidas fiscales conocido por todos. Esta vez parece que va en serio, aunque siguen echándose en falta medidas como una reforma en profundidad del aparato político-administrativo para aumentar su eficiencia y reducir su coste. Una cosa debemos tener todos clara: estas medidas provocarán a corto plazo una mayor recesión de la economía, pero son el camino más seguro y rápido para restablecer la confianza en nuestra economía y salir de una situación muy comprometida. ■

Funambulismo sobre la prima de riesgo

José M. Domínguez

Sur, 15 de septiembre de 2012



estas alturas, pretender decir algo nuevo acerca de la prima de riesgo de la deuda soberana española es misión casi imposible. Especialmente desde mediados de 2011, viene siendo la piedra de toque para pulsar el estado de ánimo de la economía, no ya solo cotidianamente, sino incluso a intervalos de horas. Su amenaza pende sobre nosotros como una auténtica espada de Damocles. A duras penas, venimos practicando, día tras día, un ejercicio de precario funambulismo con el temor de precipitarnos al vacío. La evolución de la prima ha ido dejando en evidencia los pronósticos sobre determinados umbrales para entrar en zona de no retorno, umbrales que incluso han llegado a añorarse. Su escalada allanó el terreno para la reforma constitucional exprés que elevaba al máximo rango legal el compromiso de estabilidad presupuestaria.

La prima de riesgo, medida habitualmente como la diferencia entre el tipo de interés de la deuda del Tesoro español respecto a la del alemán, refleja el mayor interés exigido por los inversores para adquirir la deuda española frente a otra sujeta a un tipo de interés de riesgo, si es que esa categoría de activo existe verdaderamente en el mundo actual. Se trata de una medición, determinada por las implacables fuerzas del mercado, de la valoración relativa de los riesgos de dos títulos concretos. Un inversor obtendría la misma rentabilidad efectiva de un bono a 10 años seguro, con un tipo de interés del 3,3% anual, que de otro bono del mismo plazo con un tipo de interés del 5% y una quita del 20% en el momento del vencimiento. Un diferencial de 170 puntos básicos (1,7 puntos porcentuales) permite una equivalencia entre ambas opciones. Una prima de 500 estaría asociada a una pérdida del capital cercana al 60%.

Hubo un tiempo, no muy lejano, en el que el riesgo de crédito parecía haberse evaporado. La entrada en vigor del euro propició que los gobiernos de los países de la Unión Monetaria Europea accediesen a una financiación sumamente barata, casi equiparable a la del Tesoro germano. Destacada la crisis de la deuda en los denominados países periféricos, la divergencia entre los tipos de interés se ha abierto paso a marchas forzadas. La conjunción de capitales que huyen en desbandada de los países en dificultades con la búsqueda de zonas de refugio no ha hecho sino apuntalar los diferenciales.

La existencia de unos elevados niveles de déficit público, unida a una percepción de dificultades para recuperar la senda del equilibrio presupuestario, es un factor explicativo de primer orden del aumento de la prima. Sin embargo, como ha puesto de relieve el profesor Victorio Valle, en el plano estadístico, es el deterioro de la evolución del PIB el elemento que parece ejercer una mayor influencia. No es de extrañar, dada la enorme dependencia de la recaudación tributaria del dina-

mismo de la actividad económica.

¿Cuál es el nivel máximo tolerable que puede alcanzar la prima de riesgo?, ¿cuál es el nivel razonable que debería tener?... Estas y otras muchas preguntas se repiten constantemente entre quienes, con el alma en vilo, asistimos al curso errático de ese influyente indicador. De entrada, es evidente que mientras no se emita deuda por el Tesoro europeo —una de las grandes deficiencias en el diseño del proyecto de unión monetaria—, los diferenciales seguirán prevaleciendo: ¿en deuda de qué países, y a qué tipos de interés, estaríamos dispuestos a colocar nuestro ahorro personal? Por otro lado, parece claro que el mercado de deuda pública está sujeto a considerables anomalías: en situaciones normales carecería de sentido que, con una tasa de inflación positiva, los tipos de interés no cubriesen siquiera la pérdida de poder adquisitivo; la colocación de ahorro con rentabilidad nominal negativa es algo completamente absurdo, salvo que el inversor considere que su moneda originaria corre peligro de envilecimiento o no tenga posibilidad de custodiarse. En épocas de crisis, los inversores no se preocupan de obtener un 'retorno sobre el capital', sino del 'retorno del capital'.

Aun cuando son muchas las variables que influyen en las decisiones de los inversores, cabría esperar que se tuviese en cuenta un indicador básico como es lo que representa la carga financiera anual del saldo de la deuda vida respecto a los ingresos corrientes anuales. Es la primera ratio que se calcula a cualquiera que solicite un préstamo bancario. El caso de la deuda pública presenta particularidades, pero, a efectos ilustrativos, es posible realizar un ejercicio sencillo, consistente en simular cuál sería la carga financiera anual (amortización de capital más intereses) de un préstamo (a 20 años y a un tipo de interés fijo del 3% anual) para hacer frente, hipotéticamente, a la cancelación inmediata del saldo de la deuda pública total a finales de 2011.

El término de comparación es el montante de los impuestos en sentido estricto (sin incluir las cotizaciones sociales) recaudados en 2010. Para Alemania, dicha proporción se situaría en un 25%; en Italia, Portugal y Grecia, ascendería a un 28%, un 32% y un 52%, respectivamente, frente a un 23% en España. Dicho indicador, de carácter estático al no recoger la evolución de la recaudación ni las necesidades de financiación adicionales, permite calibrar la magnitud del esfuerzo y la situación de partida. Sin embargo, son las expectativas de crecimiento económico y de los saldos presupuestarios las que ejercen una influencia decisiva, amplificada por factores ajenos a los fundamentos reales y, en ocasiones, a la racionalidad económica. España ha de soportar el estigma de la considerable propensión, recordada por los historiadores económicos, de algunos de sus antiguos soberanos absolutos al impago de la deuda, pero el último episodio de default hispano se remonta al año 1882.

El patetismo del plutócrata

Paul Krugman

El País, 22 de julio de 2012

Permítanme hablarles de las personas muy ricas. Ellas no son como ustedes y yo". Eso escribió F. Scott Fitzgerald (y no se refería solo a que tuviesen más dinero). A lo que se refería más bien, al menos en parte, era a que muchos de los

muy ricos esperan un grado de deferencia que el resto de nosotros nunca experimenta, y se sienten profundamente consternados cuando no reciben el tratamiento especial que consideran un derecho de nacimiento; su riqueza "los hace blandos alí don- de nosotros somos duros".

Y como el dinero manda, esta blandura —podríamos llamarla el patetismo de los plutócratas— se ha convertido en un factor de primer orden en la vida política de Estados Unidos. No es ningún secreto que, en este momento, muchos de los hombres más ricos de Estados Unidos —entre ellos algunos antiguos defensores de Obama— odian, simplemente odian, al presidente Obama. ¿Por qué? Bueno, según ellos, porque "demoniza" los negocios (o, como Mitt Romney decía a principios de esta semana, "ataca el éxito"). Escuchándolos, cabría pensar que el presidente es la reencarnación de Huey Long, predicando el odio de clase y la necesidad de desplumar a los ricos.

Huelga decir que esto es una locura. De hecho, Obama siempre se esfuerza muchísimo por reafirmar su apoyo a la libre empresa y su idea de que hacerse rico es perfectamente correcto. Lo único que ha hecho es indicar que, a veces, las empresas se comportan de manera incorrecta y que esta es una de las razones por las que necesitamos cosas como la regulación financiera. No importa: la mera insinuación de que a veces los ricos no son absolutamente dignos de elogio ha bastado para volver locos a los plutócratas. Wall Street en concreto lleva dos años o más lloriqueando: "¡Mamá! ¡Se está metiendo conmigo!".

Esperen, hay algo más. No es solo que muchos superperricos se sientan profundamente agraviados por la idea de que alguien de su clase pueda recibir críticas, sino que también insisten en que su percepción de que a Obama no le gustan está en la raíz de nuestros problemas económicos. Las empresas no invierten, aseguran, porque los dirigentes empresariales no se sienten valorados. Romney también ha repetido esta frase y ha sostenido que,

debido a que el presidente ataca el éxito, "tenemos menos éxito".

Esto también es una locura (y resulta inquietante que Romney parezca compartir esta visión ilusoria sobre lo que aqueja a nuestra economía). No hay ningún misterio en los motivos por los que la recuperación económica ha sido tan débil. La vivienda sigue deprimida en el periodo posterior a una enorme burbuja y la demanda de los consumidores se ve frenada por un nivel elevado de endeuda-

pero da igual. Debido a que los ricos no son como usted y yo, muchos de ellos son increíblemente egocéntricos. Ni siquiera se dan cuenta de lo divertido que es —lo ridículo que resulta— que atribuyan la debilidad de una economía de 15 billones de dólares a sus propios sentimientos heridos. Después de todo, ¿quién va a decirselo? Están cómodamente instalados en una burbuja de deferencia y adulación. A menos, claro está, que se presenten a un cargo público.

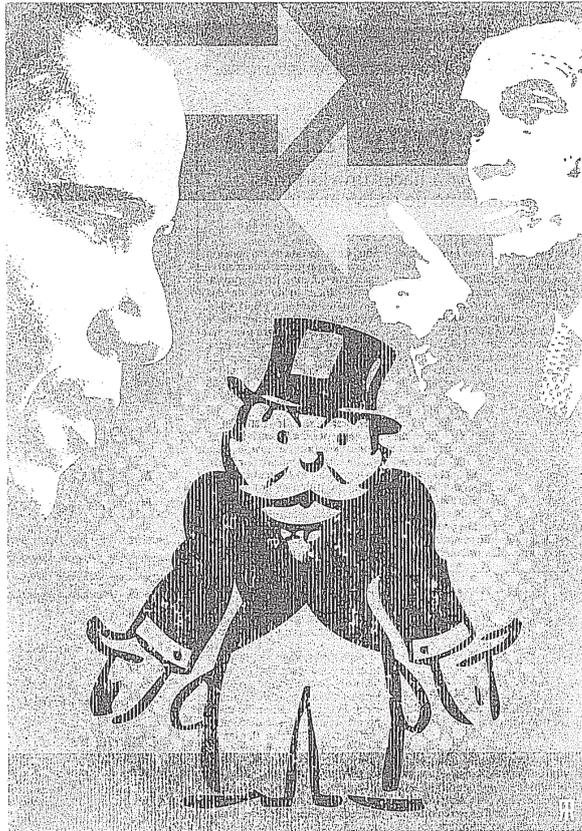
Como toda persona que sigue las noticias, he sentido temor ante el hecho de que las preguntas sobre la carrera de Romney en Bain Capital, la empresa de capital riesgo que fundó, y su negativa a publicar su declaración tributaria hayan cogido a la campaña de Romney con la guardia baja de un modo tan evidente. ¿No debería un hombre muy rico que aspira a ser presidente —y que se presenta usando específicamente el argumento de que su éxito empresarial lo cualifica para el cargo— haber esperado que la naturaleza de ese éxito llegase a ser un problema? ¿No debería haber sido evidente que el hecho de negarse a publicar sus declaraciones tributarias anteriores a 2010 haría surgir toda clase de sospechas?

Por cierto, aunque no sabemos lo que oculta Romney en sus declaraciones anteriores, el hecho de que siga dando evasivas a pesar de las peticiones de transparencia tanto de republicanos como de demócratas indica que podría ser algo tremendamente perjudicial.

En cualquier caso, lo que ahora está claro es que la campaña no estaba preparada en absoluto para las preguntas evidentes y ha reaccionado a la decisión de la campaña de Obama de hacer esas preguntas con una histeria que seguramente provenga de lo más alto. Sin duda, Romney creía que podía presentarse a las elecciones mientras permanecía seguro dentro de la burbuja plutocrática y está conmocionado y enfadado por haber descubierto que las normas que se aplican a otros también se aplican a personas como él. Nuevamente Fitzgerald, sobre las personas muy ricas: "Piensan, en su fuero interno, que son mejores que nosotros".

Vale, vamos a calmarnos. La verdad es que muchas, y probablemente la mayoría, de las personas muy ricas no encajan en la descripción de Scott Fitzgerald. Hay gran cantidad de estadounidenses muy ricos que tienen sentido de la perspectiva, que se enorgullecen de sus logros sin creer que su éxito les da derecho a vivir siguiendo unas normas diferentes.

Pero Mitt Romney, según parece, no es uno de esas personas. Y puede que ese descubrimiento sea un problema mayor que lo que quiera que se oculte en esas declaraciones tributarias que no va a publicar. ■



RAFAEL RICOY

Romney está enfadado por descubrir que las normas que se aplican para otro también se le aplican a él

miento familiar que es consecuencia de esa burbuja. La inversión empresarial ha aguantado en realidad bastante bien dada esta debilidad de la demanda. ¿Por qué deberían invertir más las empresas cuando no tienen suficientes clientes para hacer un uso pleno de la capacidad que ya poseen?

¿Es necesario el rescate?

Javier González de Lara

Sur, 11 de septiembre de 2012.

La pasada semana pudimos escuchar por primera vez en mucho tiempo, un discurso europeo uniforme, lógicamente pactado, a modo de sinfonía. La Unión Europea y el Banco Central Europeo al fin unidos en un objetivo común: dotar de un mecanismo de estabilidad a los países que atraviesan dificultades de financiación en los mercados. ¡Bruselas y Fráncfort alineados y casi sin fisuras! Salvo la más que preparada oposición del presidente del Bundesbank, Weidmann, en su rol de poli malo, mientras Merkel conciliadora, alababa en ese mismo instante en un encuentro con Rajoy, los esfuerzos reformadores emprendidos por el Gobierno español.

España podrá comprar ilimitadamente deuda al BCE, para reducir uno de sus más graves problemas, tener una prima de riesgo respecto a la deuda alemana insosteniblemente alta, que de mantenerse en los niveles de los últimos tiempos, nos representaría un sobre coste anual de 12.000 millones. Lo anterior, a cambio de solicitar formalmente un rescate, con el consiguiente memorando de entendimiento. La fórmula diseñada combina la estabilización del mercado de deuda con un estricto control de los déficits públicos y los procesos de reforma.

Como en una magna obra dramática, los actores dispuestos a rescatar a la princesa recluida en su tormento y aparentemente abandonada a su suerte. Algo que no suscita unanimidades, pero que a todas luces se hace imprescindible para salir del grave atolladero en que se encuentra sometida. Pero eso sí, la prisionera debe pedirlo y estar de acuerdo con las condiciones que se le impongan.

Los próximos meses se vaticinan difíciles y movidos, por lo que los pasos a emprender han de ser prudentes pero firmes. Todos sabemos que los discursos homogéneos en Europa son efímeros y están permanentemente influenciados por los vaivenes políticos e institucionales, por lo que no cabe dilatar la conveniencia de uno de los últimos salvavidas que nos quedan. Es cierto que el problema global es de la Zona Euro, pero la verdadera presión la soportamos nosotros hasta límites insufribles, donde a modo de montaña rusa inacabable, nos desenvolvemos las empresas y los ciudadanos diariamente, en la confianza de que en algún momento se detenga el carro y desaparezca el vértigo al abismo. Sin ser ninguna solución definitiva a nuestras vicisitudes, los trámites para este «rescate precautorio» serán complejos y farragosos, por lo que el presidente del Gobierno no

debe retrasar más de lo razonable, la decisión.

Estamos convencidos desde el mundo empresarial que la salida de la crisis que atravesamos, exige redoblar la apuesta por Europa. Pero a diferencia de lo que debe ser el referido rescate, aún valorando favorablemente el pasado acuerdo político de conceder a España una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros, destinados a socorrer a entidades financieras con problemas, lo cierto y verdad es que esa decisión adoptada en el pasado mes de junio no ha conseguido aliviar los ataques de los mercados. Esto se debe principalmente a la tediosa lentitud de nuestras instituciones europeas adoptando decisiones. Y seguramente, por la indefinición sobre cómo articular en la

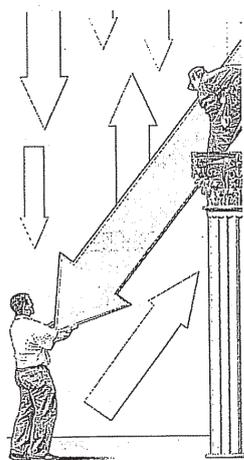
práctica el procedimiento, las condiciones y la letra pequeña del memorando. Es preciso aprovechar este dudoso precedente para exigir claridad, transparencia y máxima celeridad en la toma de decisiones de los referidos actores. Rigor, pero sin dilaciones.

Asumida la posibilidad cierta del «rescate suave» y el control de la deuda soberana española, el Gobierno de la Nación podrá acometer otras actuaciones urgentes que, como consecuencia de lo anterior, se han visto seriamente condicionadas. Se trata de escribir otros capítulos de nuestra peculiar historia de la crisis, para poder ayudar también a aquellas comunidades autónomas que atraviesan dificultades, así como de acometer las reformas estructurales aún pendientes para mejorar nuestra competitividad: medidas en el ámbito económico, fiscal, financiero, administrativo, laboral, educativo, judicial, energético, y un

largo etcétera.

Anhelamos que una vez finalizada la reforma de las entidades financieras y controlada razonablemente, no a cualquier precio, la crisis de deuda, mejore sustancialmente el acceso al crédito y las condiciones de financiación de las empresas. Nos queda por tanto, mucho camino por recorrer y por decidir. De abordar de forma eficaz los problemas de los ciudadanos, de hablar de microeconomía, eliminando al menos de momento, la sensación de que la crisis nos supera a todos por su dimensión. Priorizando actuaciones en materia de fomento de la actividad empresarial y por consiguiente, promoviendo la creación de empleo. Apoyando de verdad, a las empresas. Recuperando la inversión y acabando con el lógico disgusto y la resignación de muchos.

Seguro que es discutible un rescate, incluso puede tratarse de una forma de ganar tiempo, pero a buen seguro propiciará la recuperación del principal de los dones perdidos: la confianza.



España debe salvarse a sí misma

Ángel Pascual-Ramsay

El País, 16 de julio de 2012

Europa no salvará a España. Ni puede ni debe. Pero sí que ayudará, si asumimos nuestra responsabilidad de modernizar el país. De ello depende no solo el futuro de España, sino, incluso, la supervivencia del proyecto europeo. La falta de perspectivas de crecimiento de las economías del sur, y especialmente de España, está haciendo dudar a la Europa del norte de la viabilidad del euro. Si mostramos que España puede crecer, con verdaderas reformas y no solo brutales recortes, daremos a nuestros socios europeos la confianza que necesitan para apostar por una mayor integración fiscal y económica, y ayudaremos a Europa a salvarse a sí misma. Hoy Europa es el problema y España (puede ser) la solución.

Pero, lejos de responder al reto, el país parece empeñado en buscar culpables externos. Nada bueno vendrá de esta actitud. España no funciona bien, la responsabilidad es nuestra y en el fondo lo sabemos. Urge asumir la gravedad de la situación y la necesidad de afrontarla colectivamente. Un primer paso es desmontar varios mitos exculpatorios que dominan hoy la conversación pública española:

— La culpa es de Merkel y de Alemania. Falso. La postura de Alemania es racional y razonable. Se le está pidiendo a un país que tiene grabado a fuego por su historia el peligro de la laxitud fiscal que ponga el dinero para financiar un proyecto que piensan, con razón, puede ser un cubo sin fondo y acabar quebrándose a ellos también. Pedimos disparar con pólvora alemana. Y Merkel, presionada por su preocupada opinión pública, lógicamente se niega. Antes quiere garantías de que las economías del sur pueden reparar sus deudas y la UE es económicamente viable.

— El problema es el BCE. No. La negativa del BCE a comprar deuda española y la incapacidad de España para acceder a los mercados es un problema acuciante, pero no el de fondo, que es nuestra falta de potencial de crecimiento. La prima de riesgo es síntoma, no causa del problema. Si el BCE comprara masivamente nuestra deuda o actuara como prestamista de última instancia, el paciente España seguiría enfermo. Y una mayor rebaja de tipos de interés apenas tendría impacto, pues en una recesión de endeudamiento la prioridad es reducir deudas, no obtener crédito barato para inversión o consumo. En Reino Unido, el Banco de Inglaterra hace lo que se pide al BCE, pero el país sigue en deflación.

— Los responsables son la UE y su política de austeridad. Es cierto que la UE sigue inexplicablemente colonizada por una política económica neoliberal que la crisis ha desacreditado. Y que las desastrosas políticas de reducción del déficit, que toda evidencia empírica muestra son suicidas en una recesión de endeudamiento —como la que vivimos—, nos están llevando a una tercera recaída económica. Pero nada de lo que le estamos pidiendo a Europa nos sacaría de nuestro agujero particular. El problema es la falta de dinamismo de nuestra estructura económica y no la falta de estímulo, que, aunque sí evitaría que las cosas fueran a peor, apenas generaría crecimiento, como vimos con el Plan E.

— El origen del problema es el mal diseño institucional de la UE. Solo a medias. Efectivamente, hay desequilibrios entre regiones y no existen mecanismos de ajuste e instituciones que los gestio-

nen. Pero transferencias de la UE no subsanarían el problema de base: tras dos décadas de fondos de cohesión y estructurales, España no ha construido un modelo productivo dinámico que produzca crecimiento y empleo de calidad.

— España no va tan mal; en las crisis siempre cunde el desánimo. España va

da en sectores de baja productividad y las empresas no invierten lo suficiente en I+D y formación. No tenemos recursos naturales ni ventajas competitivas en sectores de alto crecimiento y empleo. Muchos mercados están protegidos de verdadera competencia por un ancestral corporativismo. Nos enfrentamos al siglo XXI con

te los últimos 15 años (aquel *España va bien* suena hoy a irresponsable complacencia). Superarlo pasa por tomar conciencia del inmenso reto al que nos enfrentamos y acometer este verdadero proyecto de regeneración nacional. Basta ya de echar la culpa a Europa.

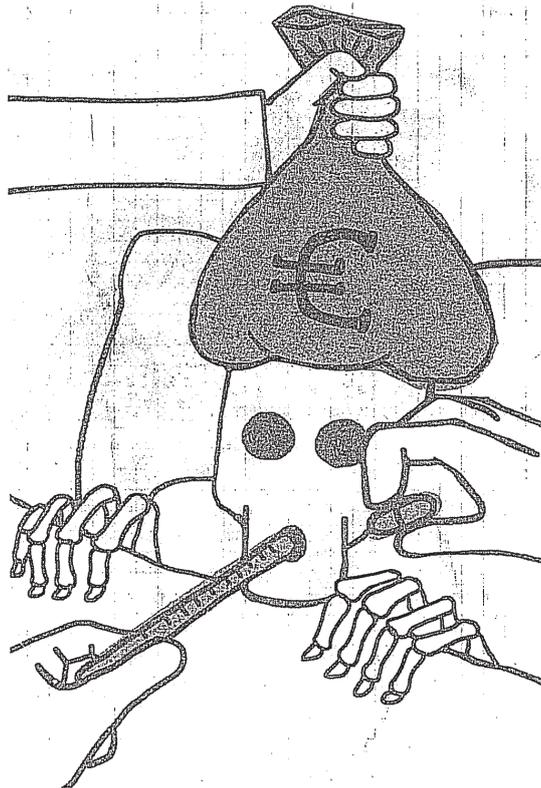
Y es que España afronta un reto histórico. El mundo está experimentando un cambio sísmico por la explosión de las economías emergentes. Tres quintos de la población mundial se están incorporando al sistema económico global. Con ingentes reservas de mano de obra barata, y cada vez más innovación (China ya produce más patentes que EE UU y más ingenieros que todo Occidente junto), van a generar una dislocación económica como el mundo no ha visto en siglos.

España no tiene mimbres para competir en este entorno tan competitivo. O se reforma o languidecerá. El país necesita un verdadero shock de modernidad: no solo recortes sociales o cambios en los márgenes, sino auténticas reformas que dinamicen el país y desmantelen intereses creados. Hay que desmontar el mito de que las reformas son necesariamente sinónimo de sacrificio. Las verdaderas reformas estructurales rompen privilegios y benefician a la mayoría. La fiscalidad progresiva y la creación del Estado de bienestar son buenos ejemplos. El equivalente en la España de hoy deben ser reformas que democratizan la innovación; que den acceso a los instrumentos que permitan innovar a una base mucho mayor de ciudadanos y empresas, y liberen así todo el potencial creativo del país.

Debemos para ello liberalizar la economía, rompiendo el corporativismo que la tiene atenazada, y que resulta en un mercantilismo plutocrático dominado por las grandes empresas, en connivencia con los poderes públicos y en detrimento de la mayoría de empresas y emprendedores. Debemos reformar la Administración, para acabar con el corporativismo conservador del alto funcionariado y su práctica monopolización de la vida política. Y debemos construir una sociedad civil pujante y más cívica, que vigile a sus líderes y alumbre una cultura fiscal más responsable, que haga viables los servicios sociales que demandamos.

Pero nada de esto será posible si se arrastra a España a un ajuste demasiado rápido, socialmente inviable, con imposibles exigencias de austeridad. La única solución pasa por pedir a la UE un gran pacto por el que demos garantías de reforma y crecimiento, cediendo aún más soberanía en política económica, a cambio de financiación del BCE y mayor flexibilidad en el ajuste fiscal, pues las reformas no generan crecimiento a corto plazo. Necesitamos espacio para el estímulo y para implementar políticas de crecimiento, empezando por una nueva política industrial.

Ante todo, y sobre todo, debemos sustituir la cada vez más preocupante culpabilización de Europa por empatía y diálogo; entender las razones de nuestros socios, que las tienen, y explicar las nuestras, que también las tenemos; y superar la dinámica acusatoria y nacionalista que tan desastrosa ha sido para Europa en el pasado y que tan peligrosamente parecemos estar repitiendo.



RAQUEL MARÍN

La élite empresarial y financiera es tanto o más responsable de la situación que lo políticos

Necesitamos una cultura fiscal más responsable, que haga viables los servicios demandados

mal, y negario es tan irresponsable como contraproducente. Nos hemos contado una historia de país rico, innovador y dinámico que no es cierta. Nuestra economía es poco competitiva, está concentra-

estructuras del siglo XX e incluso del XIX.

— Es culpa de los políticos y su falta de liderazgo. Los principales responsables son sin duda los políticos e igual o más la élite empresarial y financiera, que ha llevado al país al borde de la quiebra. Pero no son sino reflejo de una dejación de responsabilidad colectiva. Como dijo Ortega en su *España invertebrada*, cuando las masas dicen que no hay líderes, es que no hay masas. Demasiados corruptos han sido legitimados con mayorías absolutas. Demasiados españoles exigen servicios sociales, pero piden pagar sin IVA.

Todo lo anterior es, por supuesto, matizable. Alemania podría estar jugando un papel más útil y el BCE debería actuar como prestamista de última instancia. Pero lo cortés no quita lo valiente. La principal causa de nuestro actual predicamento es la falta de ambición reformista duran-

Exportar para salir a flote

Antoni Espasa

El País, 2 de septiembre de 2012

La crisis actual, que comenzó en 2008, se caracteriza por registrar una doble recesión en el producto interior bruto con un corto periodo intermedio de moderado crecimiento. Un aspecto que diferencia a la crisis española de la crisis de la Eurozona está en las evoluciones de las demandas interna y externa (exportaciones netas: exportaciones menos importaciones). La agregación de ambas demandas nos da el PIB. En la primera recesión, 2008-2009, la demanda interna española se deprimió enormemente en todos sus componentes, llegando a tener una contribución negativa al crecimiento del PIB de 8,3 puntos porcentuales, mientras que en la Eurozona la correspondiente contribución negativa fue solamente de 4,1 puntos porcentuales. Fueron las exportaciones netas las que casi igualaron la magnitud de esta primera recesión en los PIB de ambas economías, que con una contribución negativa en la Eurozona aumentaron su recesión y con una contribución positiva en España la minoraron. Pero esta contribución positiva se debió principalmente a una caída espectacular en las importaciones, mucho más acusada que la caída en las exportaciones. Sin embargo, como se argumenta a lo largo de este artículo, en una crisis como la actual es necesario que las exportaciones muestren un dinamismo mucho mayor como clave para poder salir de ella.

Por los datos difundidos esta semana por el Instituto Nacional de Estadística (INE) sabemos que las características cíclicas de esta crisis son más graves de lo que se había estimado inicialmente. Esta mayor reducción del nivel del PIB tiene consecuencias en el déficit público y, por tanto, en las posibilidades de alcanzar los objetivos marcados. En efecto, los ingresos públicos dependen del PIB, con lo que a un menor nivel de esta variable se producirán —manteniendo los mismos tipos y tasas impositivos— menos ingresos públicos. Sin embargo, un parte apreciable del gasto público tiende a generarse independientemente del nivel del PIB, con lo que si dicho nivel es menor, el déficit —en las condiciones mencionadas para los ingresos— es mayor y de forma más notoria en términos relativos sobre el PIB. Por tanto, para alcanzar los objetivos de déficit ahora son necesarios mayores re-

cortes de gasto y subidas de ingresos públicos.

La cuestión radica en que existe un proceso de realimentación entre ingresos, gastos y déficits públicos y el PIB. Por eso, el establecimiento de objetivos de déficit público susceptibles de ser alcanzados requiere que esos objetivos se determinen conjuntamente con predicciones sobre el PIB. Para ello es necesario un modelo econométrico global y realmente complejo que por el momento parece tenerse.

Como las discusiones macroeconómicas con la Comisión Europea van a durar años, no es tarde todavía para que el Gobierno español forme un grupo de expertos con reputación internacional con el fin de construir un modelo que resulte apropiado para predecir el PIB junto con el establecimiento de un objetivo de déficit público. Acudir a las reuniones europeas aportando resulta-

Para cumplir los compromisos europeos, la reducción de salarios y las compras del sector público deberán ser muy apreciables

La tasa de desempleo podría subir del 26,5% a finales de 2013, con más de seis millones de parados

dos sólidos a partir de un modelo econométrico como el mencionado facilitaría el proceso negociador y a su vez aumentaría la credibilidad del país frente a los inversores extranjeros.

Los recortes de gasto y aumentos de ingresos públicos tienen su manifestación en la variable consumo público de la contabilidad nacional, que recoge el gasto en salarios y en compras de bienes y servicios de consumo en el sector público. En el trienio de recesión 2008-2010 el consumo público aumentó a una tasa anual media del 3,7% frente a una caída anual media del 1% en el PIB.

Es decir, que las políticas hacia el equilibrio presupuestario no tuvieron impacto en el consumo público. Recientemente se ha negociado un objetivo de déficit público del 6,3% y del 4,5% para 2012 y 2013, respectivamente. Con ello, el Gobierno predice para 2012 una caída anual media del PIB del 1,5% y del 4,8% en el consumo público. Esta variable empezó a descender en el segundo trimestre de 2011. En el primer semestre de 2012 la caída trimestral media se ha moderado, lo que implica que los recortes presupuestarios que el nuevo Gobierno ha venido anunciando están teniendo hasta el momento poco impacto en el consumo público. Así, para cumplir los compromisos europeos, la reducción de los salarios y compras del sector público tendrá que ser muy apreciable —la magnitud dependerá del aumento que registren los ingresos públicos con las nuevas tasas— en este segundo semestre, con una media en las caídas sobre el mismo trimestre del año anterior alrededor del 6,3%.

El Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico de la Universidad Carlos III utiliza modelos econométricos para la predicción de todas las variables del cuadro macroeconómico. Actualmente incluyen la restricción de que las medias del consumo público se correspondan con las predichas por el Gobierno, ya que es quien mejor puede predecir dicha variable. Con ello se obtiene que el perfil del nuevo decrecimiento trimestral del PIB —caída de un trimestre sobre el inmediato anterior— que comenzó en el cuarto trimestre de 2011 se irá agravando en el segundo trimestre de 2012, siendo en la segunda mitad de 2013 cuando el PIB deje de decrecer con tasas trimestrales casi nulas.

Las predicciones anteriores suponen que el decrecimiento acumulado del PIB en 2012 será del 2,1% ($\pm 0,9$) y del 0,7% ($\pm 1,7$) en 2013. En tasas anuales medias el PIB caerá en 2012 y 2013 sobre un 1,4% ($\pm 0,3$) y 1,6% ($\pm 1,4$), respectivamente, con lo que 2013 será un año más de clara recesión económica. En estas últimas predicciones la demanda interna contribuirá negativamente en casi cuatro puntos porcentuales y las exportaciones netas tendrán una contribución positiva algo superior a dos puntos porcentuales. De nuevo, aunque las

importaciones registrarán caídas anuales apreciables en el bienio comenzado este año, el crecimiento de las exportaciones será muy insuficiente para disipar la crisis.

Todo lo anterior tendrá su reflejo en la tasa de paro, que a finales de 2013 podría situarse por encima del 26,5%, con más de seis millones de parados. Lo cual supondrá un agravamiento muy importante de la situación económica de muchos españoles que no han participado en la generación de la crisis.

Por comunidades autónomas se van a continuar registrando diferencias importantes en la magnitud de la recesión actual. Así, el decrecimiento anual medio en el bienio 2012-2013 será superior al 2% en Asturias, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana y Galicia. Por el contrario, en cada uno de dichos años el decrecimiento anual medio será inferior al 1% en Baleares —con tasas ligeramente positivas—, Canarias, Madrid, País Vasco y La Rioja.

Las predicciones mencionadas refirman lo apuntado al principio. La demanda interna va a continuar muy deprimida y llegará a 2013 arrastrando seis años de tasas de variación negativas, poniendo de manifiesto que la salida de la crisis tiene que venir por parte de las exportaciones. Es decir, resulta necesario que la Eurozona nos ayude firmemente a paliar los problemas financieros de la economía española y que con ello fluya el crédito en España, pero la recuperación de la actividad económica se tiene que producir a partir de la actividad de las empresas.

Es por ello necesario que se instrumenten pactos dentro de cada empresa para que con nuevos diseños e innovaciones en los productos, en el proceso productivo, en la administración y en los canales de distribución, junto con una moderación o incluso reducción de rentas, se pueda desarrollar una mayor actividad exportadora competitiva que genere ahorro para nuevas inversiones en innovaciones que multipliquen la acción exportadora. La gravedad de la situación descrita requiere que esta recuperación dentro de las empresas se desarrolle lo antes posible. ■

Más difícil para el defraudador

Luis Jones y Ana Fernández-Daza

El País, 22 de julio de 2012

Fel fraude fiscal presenta muy diversas manifestaciones en las que anidan motivos variados, todos ellos poco edificantes: falta de formación o educación cívica, egoísmo, insolidaridad, competencia desleal, desprecio a las reglas de convivencia, etcétera. Ante un fenómeno tan complejo, la lucha contra el fraude fiscal debe servir de un amplio conjunto de instrumentos, tanto de carácter preventivo como de orden represivo.

En este terreno hemos asistido en los últimos meses a una intensísima actividad. En un corto espacio de tiempo se han promulgado o propuesto para su adopción al Parlamento un amplio conjunto de medidas normativas de lucha contra el fraude fiscal que, en muchos casos, venían siendo demandadas desde hace tiempo por diversos sectores profesionales con interés en la materia.

En el ámbito de las grandes empresas, la deducción de gastos financieros, y en particular de la carga financiera asociada a la adquisición de participaciones de entidades del propio grupo, ha sido, probablemente, el terreno más conflictivo en las relaciones entre la Agencia Tributaria y este tipo de contribuyentes desde hace ya algunos años. Las modificaciones realizadas recientemente en la Ley del Impuesto sobre Sociedades, que tienden a evitar supuestos de abuso por parte de las empresas y limitan la deducción de este tipo de gastos, además del impacto recaudatorio generado por el incremento de los beneficios imponibles de las empresas, aumentarán la seguridad jurídica y reducirán la conflictividad.

Una medida normativa que ha tenido gran repercusión mediática es la limitación al pago en efectivo por encima de un determinado importe. El objetivo de dicha medida, que existe ya en otros países de nuestro entorno, es imposibilitar o dificultar la circulación de dinero negro en las ventas entre empresarios o profesionales y cuando se realizan a consumidores finales. La norma, de carácter esencialmente preventivo, hará más difícil la disposición de dinero en metálico por quien lo pueda generar, así como la utilización de facturas falsas, una lacra que, en muchos casos, se aprovecha de este tipo de medio de pago.

En paralelo, el proyecto de ley de medidas de lucha contra el fraude introduce también una nueva obligación de infor-

mar sobre las cuentas, valores e inmuebles situados en el exterior, a cuyo incumplimiento se anudan importantes consecuencias: un severo régimen sancionador y el gravamen como ganancia de patrimonio no justificada de activos que no se hayan declarado.

Esta medida, que debe enmarcarse en la tendencia internacional de lucha contra los paraísos fiscales y jurisdicciones no cooperativas, se orienta a obstaculizar la utilización que de estos territorios realizan determinados contribuyentes con el fin de ocultar rentas no declaradas. Supone una apuesta decidida por erradicar este tipo de conducta y contrarrestar a quienes afirman que el control tributario solo se dirige a las rentas declaradas. Quienes sean titulares de activos en el exterior no declarados y no se acojan a la oportunidad de regularizar que ofrece la declaración tributaria especial hasta finales de noviembre, saben que a partir del próximo año se exponen al rigor de esta norma.

El fraude fiscal es un fenómeno complejo que exige medidas preventivas y represivas

Los que defraudan lo tendrán más difícil, y ello beneficiará a todos los que no lo hacen

En otro ámbito completamente distinto, se plantea una modificación del régimen de estimación objetiva, los módulos, tendente a evitar la utilización de facturación irregular que, principalmente en determinadas actividades, la Agencia Tributaria ha detectado en los últimos años. Otra norma demandada desde hace tiempo por profesionales tributarios de diversos ámbitos. La medida supondrá la exclusión de este régimen de aquellos empresarios pertenecientes a ciertos sectores que facturen a otros empresarios una parte significativa de sus operaciones. La vocación del régimen es la simplificación de obligaciones formales para pequeños empresarios que operan principalmente

con particulares, a los que no afectará la exclusión.

Ya en el terreno específico del IVA, se propone ampliar los supuestos de inversión del sujeto pasivo en determinadas operaciones inmobiliarias. Estas modificaciones evitan que un contribuyente pueda generar un crédito contra la Hacienda Pública sin que, como contrapartida, otro Ingreso el IVA repercutido en la misma operación.

En los últimos años se ha detectado un incremento del fraude en la fase recaudatoria, y especialmente en la falta de ingreso de las autoliquidaciones. La inversión del sujeto pasivo ayudará a corregir esta situación, como también lo hará el nuevo supuesto de responsabilidad subsidiaria, por el que se hace responsable de las autoliquidaciones por retenciones o impuestos repercutidos a los administradores de aquellas compañías que sistemáticamente dejan de ingresar sus obligaciones corrientes con grave perjuicio no solo para la Hacienda Pública, sino para la propia competencia del mercado.

También resultaba necesario corregir las disfunciones entre el IVA y la normativa concursal. Es una realidad que, como consecuencia de la crisis económica, han proliferado las empresas declaradas en concurso. Por diversas razones, en algunos supuestos la Agencia Tributaria tenía que devolver cuotas por IVA soportado a contribuyentes en concurso que, a su vez, eran deudores por IVA a la Hacienda Pública. Con la reforma actual se pone freno a esta situación ajena al sentido común y tan gravosa para el Tesoro Público.

También se reforzarán los mecanismos de que dispone la inspección de los tributos para reaccionar ante supuestos de resistencia a sus actuaciones. Para ello se agravan las eventuales sanciones a imponer cuando, de forma reiterada, no se facilita el examen de documentos, no se atienden los requerimientos realizados o se producen incomparecencias del contribuyente; conductas que, por lo demás, se presentan habitualmente con la intención de dilatar las actuaciones.

Asimismo se amplían los supuestos en los cuales es posible adoptar medidas cautelares de aseguramiento del crédito público: desde el inicio del procedimiento de comprobación e inspección, cuando se detecte que existe riesgo de impago o desde el momento en que los expedientes sean remitidos a la jurisdicción penal por

presuntos supuestos de delito fiscal. La recaudación de los tributos se configura como un órgano de auxilio judicial para evitar los alzamientos de bienes y conseguir el ingreso o el aseguramiento de las cuotas defraudadas. Se consigue de este modo una mayor coordinación entre la Administración tributaria y la jurisdicción penal.

Además se refuerzan las actuaciones de embargo. En el ámbito de las cuentas bancarias se amplía la posibilidad de embargo, no solo de las cuentas que posea un deudor en la sucursal determinada en la que se presenta la diligencia, sino en el banco en cuestión. Era esta una limitación que no tenía ya ningún sentido, habida cuenta de la modernización de los sistemas de información. Por otra parte se permite al órgano de recaudación ordenar la indisponibilidad de los inmuebles de aquellas sociedades cuyas participaciones o acciones hayan sido mayoritariamente embargadas por pertenecer a un moroso.

Otras medidas normativas más específicas se unen a las anteriores en el proyecto de ley de lucha contra el fraude. Pero además, por su relevancia para combatir las formas más graves del fraude fiscal destacan las modificaciones que, en materia de delito contra la Hacienda Pública, se contienen en la reciente propuesta de reforma del Código Penal, que incluyen la ampliación de la pena y del plazo de prescripción en los casos más graves, la posibilidad de denuncia temprana en determinados supuestos o la configuración de un tipo atenuado aplicable cuando, dentro de un determinado plazo, se pague lo debido o se colabore con la investigación. Asimismo se refuerza la posibilidad de liquidar, en sede administrativa, las cuotas delictivas para anticipar el crédito y no dar un trato más ventajoso al que realiza la conducta más grave.

Es indudable que el complejo fenómeno del fraude tributario no se erradica solo con medidas normativas, pero también lo es que la actividad legislativa desplegada en los últimos meses en esta materia ha resultado extraordinaria. Los que defraudan lo tendrán más difícil, y ello redundará en beneficio de todos los que no lo hacen. ■

Reformar la fiscalidad para crecer

Michele Boldrin y J. Igancio Conde-Ruiz
El País, 20 de julio de 2012

Como el anterior, también el actual Gobierno parece moverse al ritmo de la prima de riesgo, buscando acciones que les permitan bajar el coste de financiación y cumplir con los requisitos (ya sean implícitos o explícitos) de nuestros socios europeos. Raramente estas acciones parecen estar diseñadas como la mejor forma de cerrar el déficit presupuestario impulsando el crecimiento. Los acontecimientos de los últimos días confirman que son las presiones externas las que determinan las acciones de política económica: falta un plan. El Gobierno acierta en el hecho de que la austeridad, al bajar el coste de financiación y liberar recursos que ahora se utilizan de manera poco productiva, crea las condiciones necesarias para el crecimiento. Pero se equivoca al hacerlo sin diseñar una hoja de ruta global que implique la eliminación de los obstáculos estructurales al crecimiento, muchos de los cuales unidos en los detalles de la política de gasto y, especialmente, en la estructura microeconómica de la fiscalidad.

¿Cómo hemos llegado a esta situación en las finanzas públicas? Desde el inicio de la crisis en España el gasto público ha aumentado 4,4 puntos de PIB (hasta situarse en el 44%), mientras que los ingresos han caído 6 puntos de PIB (hasta situarse en el 35%). La subida del porcentaje de gasto público tiene cuatro explicaciones: que cayó el PIB, que el gasto público tiende a crecer si no se hacen recortes, que el actual diseño de nuestro Estado de bienestar implica unos estabilizadores automáticos (como las prestaciones por desempleo) que aumentan dramáticamente en una recesión y que, finalmente, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el tercero de 2011 el empleo público total creció de casi 350.000 unidades (+13%, aproximativamente). Por el contrario, una caída de los ingresos de 6 puntos de PIB en varios años, más allá de la crisis, solo puede explicarse por un sistema impositivo mal diseñado donde una parte importante de los ingresos venían de la burbuja inmobiliaria. Estos hechos básicos deberían ser suficientes para entender que todavía queda mucho por hacer. Pero ¿qué, exactamente?

Desde hace cinco años y en el medio de una gravísima recesión, tenemos que decidir qué país queremos ser. No podemos tener los ingresos sobre PIB más bajos de Europa (solo Lituania, Eslovaquia y Bulgaria recaudan menos que España) y aspirar a tener un Estado de bienestar entre los más generosos. Los impuestos de EE UU y los gastos públicos de Alemania no son compatibles. Por tanto: si no queremos renunciar a ciertos gastos hay que subir los ingresos. Y, al tiempo, si no queremos dañar el crecimiento no nos podemos permitir ni una gran subida de impuestos en un corto periodo de tiempo, ni mantener la estructura impositiva actual. En resumen, debemos cambiar desde la raíz la estructura y los procedimientos de gasto público y reformar la fiscalidad. Hoy nos centramos en este segundo aspecto.

¿De dónde viene la caída de los ingresos? Gracias a que se subió en 2010, la recaudación por IVA solo ha caído desde el inicio de la crisis un punto de PIB, la del impuesto de sociedades ha caído cerca de tres puntos, los especiales un 0,5, y el resto se explica con impuestos específicos de las CCAA como el de transmisiones patrimoniales. Con la sola excepción del IVA, una parte importante de estos ingresos, incluida la de sociedades, no volverán aunque se

recupere la economía, pues estaban ligados a la burbuja inmobiliaria. Sin cambiar la estructura de la Imposición resultará muy difícil recaudar lo que necesitamos. Pero esto es casi un aspecto secundario; el defecto principal de nuestro sistema fiscal es que su diseño daña al crecimiento económico.

maraña de deducciones y exenciones fiscales que han sido recurrentemente introducidos por nuestros dirigentes nacionales y regionales como respuesta a las presiones de los distintos lobbies. El tipo efectivo del IRPF ronda el 16%, y el de sociedades el 19% mientras que los marginales sobre los trabajadores y las empresas más producti-

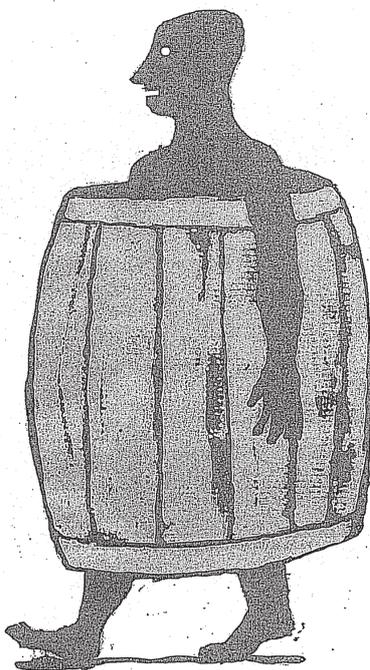
va cual hace falta reformar el IRPF: eliminar las deducciones y reducir la progresividad o, mejor, transferirla a las rentas verdaderamente altas y de origen patrimonial con la introducción de un nuevo impuesto sobre la riqueza.

Por otro lado, tenemos una imposición indirecta baja en relación a otros países. Por tanto, es lógico que este Gobierno, como hizo el anterior, decidiera subir el IVA. Nosotros llevábamos pidiéndolo desde hace tiempo. El problema aquí es que nos centramos en el IVA general pero en realidad solo al 42% de la cesta de consumo se le aplica este tipo. Esto no ocurre en otros países: en Alemania el 52% de la cesta va al IVA general, en Francia el 71% y en Italia el 58%. Esta distribución de bienes en tres categorías (al IVA reducido va el 49% de la cesta y al superreducido, el 9%) responde también a concesiones de los políticos a los lobbies mejor organizados. Los bienes gravados con IVA reducido deben resultar ser verdaderamente de primera necesidad, mientras que todos los otros deben entrar en el IVA normal. Además de eliminar distorsiones esto permitiría reducir el impuesto medio manteniendo la recaudación.

Las cotizaciones a la seguridad social son también demasiado elevadas, fruto de un sistema que, a pesar del avance de la reforma de 2011, sigue teniendo importantes problemas de sostenibilidad a largo plazo. El Gobierno ha anunciado también una reducción de cotizaciones a cambio de subir el IVA. Aquí surgen dos dudas. ¿Este cambio implica que se va a bajar la generosidad de las pensiones futuras o que se va a generar déficit en el futuro? ¿O simplemente se sustituye en la caja de las pensiones un ingreso por otro rompiendo el principio de autofinanciación? Todo esto no resulta claro y la razón es sencilla: un sistema de prestación definida, como el nuestro, ya no es sostenible. Necesitamos una reforma radical hacia un sistema público de pensiones de contribución definida que tenga en cuenta la totalidad de las cotizaciones y se ajuste de acuerdo con la esperanza de vida y otras variables demográficas relevantes, tal como hicieron en Suecia hace cerca de 20 años.

El tercer punto consiste en reformar la estructura del Estado para avanzar en los principios del federalismo fiscal. No puede ser que las comunidades autónomas tengan capacidad de gasto, pero no de ingresos. Para que los incentivos sean correctos tenemos que imponer la corresponsabilidad fiscal. Ahora, las comunidades autónomas prácticamente no disponen de impuestos propios. El principal es precisamente uno de los más distorsionantes para el crecimiento: el impuesto sobre transmisiones patrimoniales, que es muy ineficiente, pues hace muy costosa la resignación de factores entre las empresas, frenando que las más eficientes puedan crecer absorbiendo a las menos eficientes. Reformar la fiscalidad autonómica es la oportunidad para eliminarlo junto al otro, sobre actos jurídicos documentados, que sufre del mismo defecto, sustituyéndolos por impuestos sobre el patrimonio inmobiliario.

Estas reformas son posibles ahora y son cada día más necesarias: son parte de la hoja de ruta económica que el país espera para salir de la crisis que lo envuelve.



ENRIQUE FLORES

Hay que transferir la progresividad hacia las rentas altas con un impuesto sobre la riqueza

Las comunidades tienen capacidad de gastos pero no de ingresos. Avancemos hacia el federalismo fiscal

Tenemos unos impuestos sobre la renta y sociedades que, a pesar de tener unos tipos marginales muy elevados, no recaudan mucho en términos de PIB. Esto es debido a la evasión, por un lado, y a la

masividad de deducciones y exenciones fiscales que han sido recurrentemente introducidos por nuestros dirigentes nacionales y regionales como respuesta a las presiones de los distintos lobbies. El tipo efectivo del IRPF ronda el 16%, y el de sociedades el 19% mientras que los marginales sobre los trabajadores y las empresas más productivas llegan al 56% y al 30%. El peor de los mundos posibles. La progresividad excesiva del IRPF hace más costosa la contratación de trabajadores cualificados que son cruciales para mejorar la competitividad de nuestra economía y para la creación de empleo. Lo mismo para las empresas, especialmente las extranjeras: necesitamos toda la inversión directa extranjera que sea posible. Para entender de dónde viene el empleo estable y cómo se generan los sueldos altos es importante entender que la planta de producción o el centro de dirección necesitan del ingeniero altamente cualificado o del buen ejecutivo y que, sin ellos, los 50 o 100 trabajadores genéricos a su cargo se quedan en el paro. Para atraer las inversiones extranjeras de alta productividad, es necesario que España sea atractiva para los trabajadores altamente cualificados. Esto es la razón fundamental por

Sobre el gasto público en España

José M. Domínguez

Sur, 22 de septiembre de 2012

La dimensión óptima del sector público es una cuestión crucial, sujeta a controversia, a la que no es fácil encontrar una respuesta única. No obstante, una cosa sí está clara en relación con los países desarrollados: aunque se hable habitualmente de economías de mercado, se trata en realidad de economías mixtas, en las que el Estado tiene una notoria participación. A pesar de que Bill Clinton llegó a proclamar, en 1996, que «la era de un gran sector público ha finalizado», los hechos han desmentido con rotundidad esa expectativa. La importancia del alcance de su intervención es de primer orden, ante cualquier escenario de salida de la crisis y los innumerales retos que afronta la sociedad.

El nivel y la composición del gasto público ocupan un lugar central en el debate sobre el modelo económico y social español, lo que explica que las comparaciones internacionales estén a la orden del día. Se trata, sin embargo, de un terreno bastante espinoso, plagado de dificultades metodológicas. Así, nos encontramos con el notable escollo de que la producción pública de bienes y servicios se valora en función de los costes incurridos, al no disponer de un precio de mercado como referencia. Dependiendo de la eficiencia en el uso de los recursos, un mismo importe de gasto puede dar lugar a diferentes niveles de producción efectiva. Por lo que concierne a las prestaciones sociales, que pueden tributar o no, resulta fundamental dilucidar en qué medida representan una redistribución efectiva y no una compensación de contribuciones satisfechas. Teniendo en cuenta la existencia de solapamiento de impuestos y transferencias en las mismas personas, la OCDE ha planteado si resulta posible reducir el tamaño del sector público (disminuyendo los costes en términos de eficiencia económica asociados a los impuestos) sin perjudicar la distribución de la renta. Por otro lado, las cifras de gasto público no incluyen el realizado por la vía del sistema tributario a través de ventajas fiscales. El gasto público y la presión fiscal aumentan aparentemente si se sustituyen beneficios fiscales por desembolsos directos. Otro aspecto a tener en cuenta es la posibilidad de que, mediante la regulación, algunos gastos públicos se trasladen al sector privado. Por último, no hay que perder de vista que las inversiones realizadas se computan por su importe total en el ejercicio de su realización.

Sin perjuicio de tratar de depurar los datos, lo cierto es que la dimensión del sector público español, aunque muy por encima de los raquíticos indicadores de la etapa predemocrática (en 1977, el

gasto público estaba en torno al 25% del PIB; la presión fiscal, en el 20%), se sitúa por debajo de los estándares europeos. En el año 2011, el gasto público representó en España el 43,6% del PIB (el máximo histórico alcanzó el 46% en 1994 y 2009), frente a una cifra media del 49% en la UE-27, que se mueve entre el 58% de Dinamarca y el 35% de Bulgaria. A su vez, el promedio de los cuatro principales países (Alemania, Francia, Italia y Reino Unido) (UE-4) es del 50%. España habría necesitado un gasto público adicional de más de 69.000 millones de euros (suma equivalente a la mitad de lo recaudado por cotizaciones sociales) para equipararse a esta última referencia.

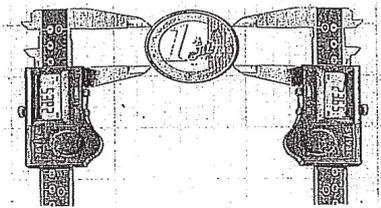
Constatado dicho desfase, procede analizar si la asignación del gasto difiere significativamente de los patrones europeos. Los últimos datos publicados por Eurostat corresponden al ejercicio 2010,

con lo que no se recogen los efectos de los ajustes presupuestarios posteriores a dicha fecha. La protección social ocupa un papel preponderante en la composición del gasto público, absorbiendo, en 2010, algo más de un 37%. Conjuntamente con la sanidad se supera el 50% (51,4%) del total. También por encima de la cota del 10%

aparecen las funciones de servicios públicos generales, asuntos económicos y educación. En la primera de estas se incluyen, entre otros, los gastos ligados a los órganos administrativos y a la investigación básica, y también –lo que obliga a extremar las cautelas en las comparaciones– los intereses de la deuda. Las restantes funciones quedan por debajo del 5% del total (ocio y cultura, vivienda, defensa y medio ambiente), salvo la de orden público y seguridad, que roza esa cifra.

A partir de una visión panorámica puede colegirse que existe una diferencia apreciable respecto a la magnitud del gasto público como proporción del PIB, pero las pautas de su distribución, teniendo presente la matización antes señalada, son bastante similares a las prevaletentes en la UE. Las diferencias más apreciables se observan en el menor peso de la protección social y en la mayor importancia del gasto en asuntos económicos (programas de infraestructura pública y de apoyo a los sectores económicos).

Si en cualquier coyuntura la gestión pública debe regirse por la eficiencia, en una fase de restricción de los recursos disponibles, dicho criterio adquiere una trascendencia especial para tratar de preservar el impacto de las actuaciones públicas. También, ahora más que nunca, se hace imprescindible su conciliación con la atenuación de las desigualdades sociales y el apoyo a las familias en situación de necesidad.



Coto a los «cortos»

Ángel Berges y Daniel Suárez
El País, 22 de julio de 2012

Las posiciones cortas en Bolsa —la venta de valores que no se tienen, sino que se han tomado a préstamo con la intención de aprovecharse del descenso que se espera en su precio— constituyen objeto de gran controversia en cuanto a sus efectos netos (favorables o desfavorables) sobre el normal funcionamiento del mercado. Han sido numerosos los países cuyas autoridades reguladoras de los mercados de valores han adoptado decisiones restrictivas sobre tales prácticas.

Es cierto que las posiciones cortas ayudan a proveer liquidez e información al mercado ante la función de fijación de precios y que cuando las mismas son objeto de prohibición cae sensiblemente la liquidez y se amplían las "horquillas" de precios, entendidas como la diferencia entre mejor precio ofertado y el demandado. Pero no es menos cierto que se trata de una liquidez no estructural, con muy corto periodo de validez y poco representativa de la capacidad de absorber órdenes en ambos lados del mercado.

Por otra parte, los principales reguladores de valores (SEC en Estados Unidos, ESMA en Europa, entre otros) han reconocido en diferentes ocasiones que, especialmente en el caso de acciones bancarias, los cortos pueden provocar fluctuaciones excesivas para el normal funcionamiento del mercado, o incluso ser utilizadas de forma abusiva, en el marco de la propagación de rumores y la generación de profecías que se autocumplen.

Esa es la razón que llevó a varios países europeos, entre ellos España, a prohibir la venta en corto de acciones

bancarias en agosto del pasado año, vigente hasta mediados de febrero del presente año. Decisiones similares habían sido adoptadas, en varias ocasiones entre 2008 y 2009, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido. Más allá de la tendencia en precios, que puede responder a elementos más estructurales, lo cierto es que la prohibición temporal consiguió reducir a la mitad la volatilidad, que ha vuelto a duplicarse desde el levantamiento de la prohibición.

Creemos que en el caso europeo, y desde luego en el español, se dan las circunstancias apropiadas para establecer un nuevo periodo de prohibición temporal de posiciones cortas sobre acciones bancarias, acompañado del establecimiento de un límite temporal para el cierre de las posiciones cortas existentes.

En Europa y en España se dan las condiciones para una nueva prohibición temporal de los 'cortos'

Es importante recalcar que en España, como en todos los países en que se han establecido prohibiciones a posiciones cortas, se ha limitado a las acciones del sector financiero. Y es que el potencial desestabilizador de cortos sobre las entidades financieras se autoalimenta por los elevados ratios de apalancamiento característicos de este sector y, sobre todo, por el hecho de estar sometido a unos requisitos mínimos de capitalización —es cierto que las exigencias de solvencia se refieren al capital regulatorio, y no al valor de mercado, pero un comportamiento depresivo de este puede afectar a la capacidad futura de incrementar el capital regulatorio—, lo

que constituye una especie de "diana" contra la cual tomar posiciones especulativas.

En condiciones normales no habría inconveniente alguno en que dichas posiciones se manifestasen con toda su intensidad. Pero estando abierto el mayor ejercicio de transparencia y cuantificación de necesidades de capital jamás realizado sobre el sistema bancario español, proceso que se va a alargar no menos de tres meses, el caldo de cultivo es especialmente apropiado para la utilización de las posiciones cortas como mecanismo con gran potencial desestabilizador, o incluso propagador de rumores falsos; en el sentido mencionado por la propia ESMA (comunicado de 11 de agosto de 2011).

La elevada volatilidad que los cortos incorporan sobre los precios de las acciones es especialmente preocupante cuando tiene lugar tras numerosos procesos de conversión de preferentes en acciones, que han convertido en accionistas a una amplia base de tenedores de participaciones preferentes, que en su práctica totalidad son también depositantes de las propias entidades, con el consiguiente riesgo de realimentación de una espiral de desconfianza sistémica.

Por otra parte, y en el marco del actual "circulo vicioso" entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, especialmente agudo en el caso español, está claro que los bancos cotizados, y sobre todo aquellos más representativos del negocio minorista en España, pueden erigirse en el vehículo indirecto para llevar a cabo estrategias de venta en corto del "riesgo España", lo que agudiza todavía más el potencial desestabilizador de las posiciones cortas, no ya solo sobre las acciones bancarias, sino sobre la percepción del riesgo España. ■

El peligroso oficio de hacer profecías

J. Bradford

El País, 1 de julio de 2012

Los economistas que estamos empapados de historia económica y financiera (y que conocemos la historia del pensamiento económico en lo concerniente a las crisis financieras y sus efectos) tenemos motivos para estar orgullosos de nuestros análisis de los últimos cinco años. Fuimos capaces de comprender hacia dónde iba la economía, porque sabíamos por dónde había andado antes.

En particular, entendimos que la combinación entre una rápida apreciación en el mercado inmobiliario y un alto grado de apalancamiento planteaba riesgos para la macroeconomía. Nos dimos cuenta de que cuando la burbuja estallara, las instituciones financieras apalancadas sufrirían grandes pérdidas en sus activos (que causarían una huida de los inversores en busca de seguridad) y que para evitar una depresión profunda se necesitaba la intervención activa del Estado como prestamista de última instancia.

De hecho, entendimos que probablemente los remedios monetaristas resultarían insuficientes; que la solvencia de los Estados soberanos necesita garantías mutuas; y que una retirada apresurada del apoyo implicaba enormes riesgos. Sabíamos que todo intento prematuro de alcanzar el equilibrio fiscal a largo plazo agravaría la crisis en el corto plazo (con efectos contraproducentes en el largo plazo). Y comprendimos que nos enfrentábamos a la amenaza de una recuperación sin empleo, provocada por factores cíclicos más que por cambios estructurales.

En cada una de estas cuestiones, los economistas con visión histórica acertamos. Los que dijeron que no habría recesión, o que la recuperación sería veloz, o que los problemas reales de la economía eran estructurales, o que el estímulo a la economía produciría inflación (o altas tasas de interés a corto plazo), o que una austeridad fiscal inmediata tendría efectos expansivos, todos ellos estaban equivocados. Pero no un poquito: totalmente equivocados.

Por supuesto, a los economistas que tenemos visión histórica no nos sorprende que se hayan equivocado. Lo que sí nos sorprende es que tan pocos hayan hecho algún intento de contrastar sus creencias con lo que sucedía en el mercado. Por el contrario, muchos, cuyas reputaciones ya hacían agua, duplicaron la apuesta, tal vez esperando que por una vez los acontecimientos les daban la razón y así la gente olvidaría su

historial de previsiones desastrosas.

La conclusión obvia es muy sencilla: hay que confiar en los que trabajan en la tradición de Walter Bagehot, Hyman Minsky y Charles Kindleberger. Es decir, confiar en economistas como Paul Krugman, Paul Romer, Gary Gorton, Carmen Reinhart, Ken Rogoff, Raghuram Rajan, Larry Summers, Barry Eichengreen, Olivier Blanchard y otros como ellos. Por-

pero nosotros (o al menos yo) también nos equivocamos en aspectos significativos de lo que ocurrió en los últimos cuatro años. Hubo tres cosas que no me esperaba (y que todavía me sorprenden). La primera es que los bancos centrales no adoptaran reglas de metas de PIB nominal o algo equivalente. La segunda, yo esperaba que la inflación de salarios en las economías del Atlántico

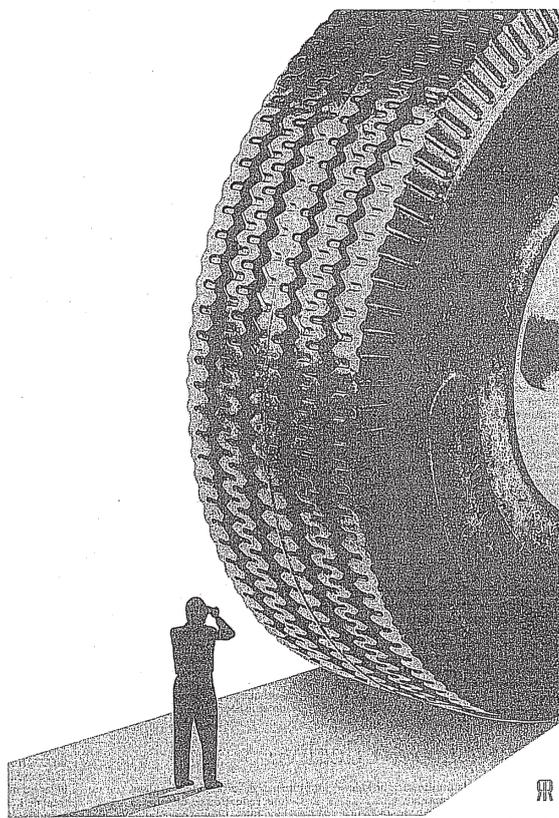
ta que crea haber entendido las razones. Respecto de los salarios, incluso cuando un tercio de la fuerza laboral estadounidense cambia de trabajo cada año, parece que los factores sociológicos y los vínculos personales influyen más sobre el nivel y la tasa de cambio (a costa del equilibrio entre oferta y demanda) que lo que yo hubiera esperado.

Pero puede que la tercera sorpresa sea la más interesante. Allí por marzo de 2009, un premio Nobel de Economía, Robert Lucas, predijo con toda confianza que la economía de EE UU volvería a la normalidad en un plazo de tres años. En condiciones normales, la tasa de interés nominal a corto plazo en la economía estadounidense es del 4%. Como la tasa de los bonos del Tesoro a diez años tiende a estar un punto porcentual por arriba del promedio de los tipos de interés a corto plazo que se prevén para la década siguiente, incluso con una expectativa de cinco años de depresión profunda y tipos a corto plazo cercanos a cero, la tasa del Tesoro no debería ser inferior al 3%.

De hecho, entre fines de 2008 y mediados de 2011 la tasa a diez años fluctuó la mayor parte del tiempo entre el 3% y el 3,5%. Pero en julio de 2011 cayó al 2%, y a inicios de junio se situó por debajo del 1,5%. La lógica normal indica que el mercado está esperando que el tipo de interés a corto plazo se mantenga cercano a cero por 3,75 años antes de que la economía vuelva a la normalidad. Y si se hacen cálculos similares con los bonos del Tesoro estadounidense a 30 años, hallaremos unas expectativas anómalas de que la depresión continúe incluso por más tiempo.

La conclusión que puede sacarse de esto es desoladora. O bien los que invierten en los mercados financieros prevén que la política económica será tan disfuncional que la economía mundial seguirá más o menos tan deprimida como está ahora durante algo así como una década o más, o bien (la única explicación que nos queda) la crisis financiera estadounidense trastornó de tal manera la capacidad de los mercados financieros para evaluar correctamente los riesgos y rendimientos relativos que incluso ahora, cuando ya pasaron más de tres años desde que se declaró, los mercados no son capaces de hacer bien su trabajo, es decir, asumir y administrar los riesgos para canalizar el ahorro hacia los proyectos empresariales.

Y son dos alternativas que yo no hubiera predicho, ni tan siquiera imaginado. ■



RAFAEL RICCO

Los mercados parecen incapaces de canalizar el ahorro hacia los proyectos empresariales

que pronosticaron correctamente el pasado reciente, es más probable que acierten la distribución de los futuros posibles.

Norte se redujera mucho más, aproximándose o incluso llegando a cero. Por último, la curva de rendimientos en EE UU no se hizo tan empinada como yo creía: un cero por ciento de interés para los fondos federales me lo esperaba, pero que los bonos del Tesoro a 30 años dieran una tasa nominal del 2,7%, eso no.

Sigo sin comprender por qué los bancos centrales no adoptaron políticas de metas de crecimiento del PIB nominal, y no escribiré nada sobre el particular has-

Un momento inapropiado para la Tasa Tobin

José Ignacio Navas

Expansión, 12 de septiembre de 2012

A la espera de su publicación oficial por parte del Gobierno de España, los intermediarios, entidades financieras y demás participantes en el mercado financiero español nos planteamos qué persigue la aplicación de la llamada "Tasa Tobin", que grava la compraventa de acciones en los mercados bursátiles.

James Tobin propuso su famosa tasa como un mecanismo para reducir la volatilidad de los mercados, al encarecer la operativa de los inversores especulativos. Hoy en día, los agentes que operan varias veces en el día en nuestros mercados de renta variable (High Frequency Trading -HFT) representan el 30% del volumen negociado, frente al 70% que representa el resto. Una tasa que frene en cierto grado la actividad de los operadores no parece el camino más sensato, ya que podría repercutir negativamente, tanto en el volumen de negociación como en el diferencial entre demanda y oferta de las horquillas; lo que incrementará sin duda la volatilidad, obteniéndose el efecto contrario al perseguido. No olvidemos que actualmente en España está en vigor la prohibición de tomar posiciones cortas, solapándose ambas medidas y penalizando, como consecuencia, la liquidez del mercado.

Si la intención es recaudatoria, parece claro que este objetivo puede verse cumplido, al menos en el corto y medio plazo. Sin embargo, a la larga, los ingresos así obtenidos pueden no compensar el previsible perjuicio que se genere a la actividad del sector financiero, y su impacto negativo en la recaudación vía impuesto de sociedades e IRPF.

En cualquier caso, como muchos de nuestros impuestos, esta tasa no es de las más justas. No es un impuesto progresivo que grave beneficio o renta alguna, ya que se aplica a toda transacción financiera con independencia del resultado obtenido, o si se ha generado valor añadido sobre el que gravar.

El mayor perjudicado, el pequeño inversor
Dentro de la operativa tradicional en bolsa, el grueso se corresponde con operaciones que realizan fondos de inversión y pensiones, así como el cliente minorista, por lo que al final, quien acabará pagando la tasa no deja de ser el inversor particular que es, a su vez, participe de los fondos. Es decir, un empleado de la EMT o un funcionario público que destinen parte de sus ahorros a invertir directamente en bolsa -o a través de un fondo de pensiones- deberán pagar ineludiblemente esta tasa. Por el contrario, un inversor profesional, *hedge funds* u otros vehículos inversores utilizados por los grandes patrimonios, van a ser capaces de encontrar formas de evitar el pago de esta tasa, operando en

mercados fuera del alcance de la supervisión local, donde no exista fiscalidad en este tipo de operaciones bursátiles. Por todo ello, el supuesto carácter social que algunos de los defensores de esta tasa argumentan no es tan evidente.

El espíritu de los mercados financieros se sustenta en la libre competencia, siendo necesaria una regulación adecuada que evite los efectos que hemos sufrido de experiencias pasadas, y que, en todo caso, proteja al pequeño inversor. Si queremos que los mercados funcionen bajo estas premisas, es necesario contar con unas reglas de juego equitativas e iguales para todos los participantes. Aprobar la tasa sin acuerdo unánime previo en la forma y tiempo de su aplicación con el resto de los países de nuestro entorno sitúa al mercado español en clara desventaja frente al resto de nuestros socios europeos.

Originariamente esta tasa requería una implementación coordinada, y se llegó incluso a proponer que fuera algún supervisor internacional quien la aplicara. En la actualidad, el marco regulatorio y las recomendaciones de la Comisión Europea buscan homogeneizar la actividad de los mercados financieros y de capitales; a través de las medidas recogidas en los Acuerdos de Basilea II y III, directiva MiFID, Target-2 y supervisión única bancaria. Aplicar unilateralmente un gravamen a nivel doméstico que perjudique de algún modo el eficaz funcionamiento de nuestro mercado parece contradictorio con esta línea de actuación. Sería por tanto razonable, si al final las autoridades consideran necesario su establecimiento, que coordinen y apliquen conjuntamente la medida, y, por supuesto, la armonicen con la tasa vigente en Francia.

El sector financiero debe asumir su responsabilidad en la actual crisis y contribuir de forma decisiva en su solución. Aplicar una tasa que ponga freno a la actividad no parece lo más razonable para lograrlo, y, menos aún, hacerlo sin el consenso y el acuerdo necesario entre los socios de la UE.



Controvertida unión bancaria

Emilio Ontiveros

El País, 16 de septiembre de 2012.

En la gestión de la severa y prolongada crisis de la Eurozona los desenlaces siguen basculando entre opciones extremas: la reversibilidad conseguida frente a la intensificación de la dinámica de integración. Esta última dirección, la búsqueda de *más Europa* es, lógicamente, la alternativa oficialmente más recurrida, no solo por la Comisión, sino por algunos Gobiernos. Responder a problemas inmediatos, urgentes, con horizontes u objetivos a largo plazo no siempre es la consecuencia de una ambición, sino también la manifestación de una incapacidad: una forma de eludir los costes y fricciones de soluciones inmediatas. La unión fiscal, la unión bancaria e incluso la unión política han sido invocadas como referencias finalistas con las que purgar los pecados originales de la ahora problemática unión monetaria. Lo cierto, en todo caso, es que frente a cualquier tentación disgregadora o fragmentadora, una mayor integración se presenta como una solución más ventajosa para el conjunto. Ante situaciones extremas, se trata de hacer, nuevamente, de la necesidad virtud. En ausencia de perances en la instrumentación del programa de apoyo difundido por el BCE para economías como la española y la italiana, la cesión de soberanía nacional afectará de forma relativamente rápida a la supervisión bancaria.

La estrecha vinculación entre la inestabilidad de los mercados de deuda pública y la erosión de la solvencia bancaria definió la entrada de la crisis de la Eurozona en una nueva fase, con especial afectación a España e Italia. Fue en el Consejo Europeo del pasado 29 de junio, en el informe presentado por el presidente del Consejo, Herman van Rompuy (*Hacia una genuina unión económica y monetaria*), cuando formalmente se lanzó la idea de un supervisor bancario único. Ese mismo día los jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona establecieron como condición para que el European Stability Mechanism (ESM) llegara a recapitalizar directamente a los bancos (a no recargar las deudas públicas de las economías más vulnerables) que existiera un solo supervisor bancario en la Eurozona y este fuera el BCE. Ahora la Comisión Europea parece tener prisa. Antes de final de año los reguladores bancarios de la Eurozona deberán transferir gran parte de sus competencias y poderes al BCE, previa aprobación de los correspondientes Gobiernos nacionales, del ECOFIN y tras consultas al Parlamento Europeo. A principios de 2013 debería estar operativa esa supervisión bancaria integrada. Un plazo poco realista si tenemos en cuenta que ese otro elemento de la unión bancaria, el sistema de garantía de depósitos, lleva más de dos años de trámite a pesar de que no exige unanimidad para su aprobación.

Ahora, cuando no pocos indicadores

revelan un debilitamiento de la integración financiera, se concluye que la necesidad de esa supervisión es básica en el seno de una unión monetaria. Hasta ahora la coordinación entre los supervisores y las instituciones europeas se limitaba al intercambio de información y a procedimientos informales de cooperación. Pero la experiencia de estos años es suficientemente explícita por el lado de los costes: con datos de la propia Comisión, entre

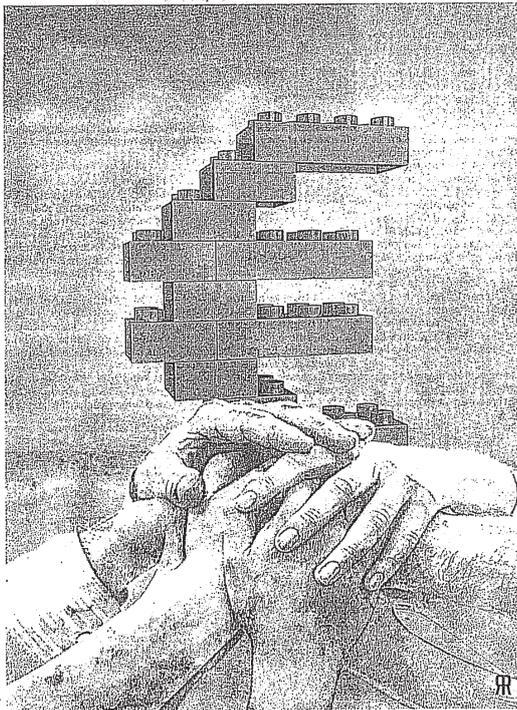
de competencias reguladoras sobre el conjunto de los sistemas bancarios y de la correspondiente estructura institucional es muy probable que termine siendo una realidad. La supervisión unificada es la pieza central, el verdadero fundamento y punto de partida. A ella se han de añadir una regulación bancaria única, un fondo de garantía de depósitos único y un mecanismo igualmente común de resolución de crisis. Estos son los componentes

industria de servicios financieros de Europa. Las demandas legítimas de salvaguardas para preservar el mercado único tratan de defender el papel todavía diferenciado de la City londinense como principal plaza financiera de Europa.

Otra objeción al proyecto, en este caso de las autoridades alemanas, nos remite al tamaño o complejidad de las entidades bancarias objeto de esa supervisión común. Frente a la pretensión de la Comisión y del BCE de extender la cobertura de la supervisión a los 6.000 bancos de la Eurozona, el Gobierno alemán ha defendido su limitación a los 25 de mayor dimensión. La razón fundamental, el carácter potencialmente desestabilizador de las entidades consideradas sistémicas, no se comprende, sin embargo, con la experiencia deducida de esta crisis. Han sido precisamente entidades de pequeña o mediana dimensión relativa, como bien ilustra el caso español, las que han encontrado mayores dificultades de solvencia.

Menos controvertida, pero generadora de ciertas susceptibilidades en el seno de las propias instituciones comunitarias, es el papel central que pasa a desempeñar el BCE. A esta institución se le asigna la capacidad para conceder y revocar licencias bancarias, así como para forzar programas de recapitalización de las entidades. La argumentación principal en la que se basa esa asignación excepcional de funciones radica en la estrecha asociación observada durante esta crisis entre estabilidad bancaria y viabilidad de la unión monetaria. La más reciente y elaborada justificación de esa vinculación del banco central a las tareas de supervisión la ha aportado su vicepresidente, Vitor Constancio, en una conferencia la semana pasada. La principal institución tributaria de esa concentración de competencias es el BCE es la European Banking Authority (EBA), creada a finales de 2010, delimitadora de las pautas de recapitalización de los bancos del conjunto de la UE y conocida por la realización de las correspondientes pruebas de estrés. La EBA, en todo caso, seguirá siendo el garante de que la normativa bancaria del mercado único se aplica de manera uniforme en toda la UE.

Con todo, está por ver el grado de centralización efectiva que conlleve la unión bancaria: el margen de maniobra de las autoridades nacionales y la práctica que se hace de la subsidiariedad, un principio básico en el ejercicio de las competencias europeas. El caso español es en cierta medida pionero en esta nueva andadura. El *Memorandum of Understanding*, consecuente con la asistencia financiera europea a la recapitalización de nuestro sistema bancario, ya ha reducido de forma significativa la discrecionalidad de las autoridades supervisoras. A partir de ahora, más relevante que las formales cesiones de soberanía nacional es la observación del rodaje de este nuevo experimento, de la relación efectiva, no siempre exenta de conflictos, entre estabilidad financiera y política monetaria, y desde luego, de aquellas otras decisiones fortalecedoras en materia de solidaridad fiscal de la todavía limitada unión monetaria.



RAFAEL RICOY

La supervisión unificada es la pieza central, el verdadero fundamento y punto de partida

octubre de 2008 y octubre de 2011 las ayudas y las garantías aportadas en los distintos países a sus bancos han alcanzado 4,5 billones de euros.

La idea de unión bancaria no es algo nuevo. El Parlamento Europeo, al menos desde 2000, ha formulado diversas resoluciones en la dirección de unificación de la supervisión de los sistemas bancarios. Ahora la transferencia al nivel europeo

de la Estructura Financiera Integrada que Van Rompuy presentó en su informe ante el Consejo del pasado junio.

Como en todo proyecto comunitario de alcance, no son pocas ni poco relevantes las dificultades que apenas nacido empiezan a emerger. La primera es la deriva de su ámbito de aplicación. Aunque en principio la iniciativa es vinculante para las 17 economías que integran el euro, se encuentra abierta a las restantes de la UE que quieran formar parte de la misma. Son comprensibles las inquietudes de algunos bancos provenientes de otros países europeos no pertenecientes a la Eurozona, pero con actividades transfronterizas. Como era de esperar, la oposición más relevante es la de las autoridades de Reino Unido, donde se localiza la mayor

El futuro del Euro y del BCE

Xavier Vives

El País, 13 de agosto de 2012

Según diversos comentaristas la política anunciada por Mario Draghi el pasado 2 de agosto fue fallida por su falta de concreción y acción inmediata. El presidente del Banco Central Europeo (BCE) había creado grandes expectativas con su anuncio previo de que haría todo lo posible para salvar al euro sin salirse de su mandato y apostilló "... créanme, será suficiente". En su comunicación de agosto, Draghi puso condiciones para que el BCE compre bonos soberanos de un país en el mercado secundario: este debería pedir previamente ayuda a los Mecanismos Europeos de Estabilidad (FEEF/MEDE) y estar sujeto a medidas estrictas de condicionalidad. En este contexto, Draghi manifestó que las operaciones de mercado abierto del BCE tendrían el tamaño adecuado a los objetivos en cuestión, que el esfuerzo se centraría en la deuda a corto plazo, que las operaciones no serían esterilizadas (neutralizadas para que no generen inflación necesariamente, y que los problemas que implican el estatus como acreedor preferente del BCE con relación a otros acreedores se abordarían). El objetivo es restaurar el funcionamiento de la transmisión de la política monetaria en la zona euro y para ello se contemplarán también medidas no estándar, como las grandes inyecciones de liquidez a los bancos (LTRO) si son necesarias.

En mi opinión, la guía para la acción de Draghi es el máximo al que se puede comprometer para estabilizar la zona euro dadas las restricciones de su mandato. De hecho, es un esquema muy afinado para poder actuar con contundencia en el mercado secundario con un banco central que no tiene el respaldo de un Tesoro tal como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra. El BCE se enfrenta a dos retos cuando compra bonos soberanos de países que tienen dificultades para refinanciar su deuda, como España o Italia. El primero es que los problemas de liquidez se pueden transformar en problemas de solvencia y, por tanto, el BCE puede incurrir en pérdidas. El segundo es que facilitar la refinanciación de estos países puede hacer que las reformas necesarias no se implementen, tal como sucedió con las compras de bonos italianos durante el Gobierno de Berlusconi. Es la situación de riesgo moral. Es precisamente por esta razón que la compra de bonos por parte del BCE solamente se reanudará cuando el país en cuestión esté bajo las condiciones de un programa de ayuda de los fondos de estabilidad. El primer reto es más difícil de abordar y, en la práctica, pone límites a la posible intervención del BCE. También es una de las razones de fondo de la resistencia alemana a proporcionar una licencia bancaria al fondo MEDE. De hecho, es una de las razones por las cuales es muy difícil que una unión monetaria funcione sin una unión fiscal. Para dominar la especulación es necesario comprometerse a actuar de manera ilimitada, pero en este caso si el problema no es de liquidez, sino de solvencia, el BCE tendrá pérdidas importantes. Sin el respaldo de un Tesoro o un banco central no asumirá este riesgo. El esquema según el cual los fondos de estabilidad compran deuda en el

mercado primario de deuda soberana —una vez un país pide ayuda— y después el BCE actúa potencialmente de forma ilimitada en el mercado secundario es muy potente, y puede funcionar bien para España. De hecho, tiene capacidad potencial para fijar un límite máximo a la prima de riesgo. Y si funciona para Espa-

ña puede que la deuda italiana se establezca sin necesidad de grandes intervenciones, dado que Italia está en situación de excedente primario. Además, el hecho de que las compras de bonos se centren en la deuda a corto plazo tiene la ventaja de una conexión más directa con la política monetaria, que minimiza posibles pérdi-

nas del Renacimiento. La pareja italiana se configura como una fuerza en Europa con una visión de largo plazo. Sin embargo, quedan muchos problemas a resolver. La política monetaria en la zona euro necesita un activo seguro. La unión bancaria, con la regulación integrada en la zona euro, anunciada en la cumbre de finales de junio, debe ser puesta en marcha, y la imprescindible autoridad de resolución bancaria necesita también un compromiso fiscal entre los distintos países. El BCE es el candidato natural para ejercer de supervisor de las entidades financieras en la zona euro y, en particular, para controlar la regulación prudencial de los riesgos macroeconómicos. Sin embargo el BCE no debería encargarse de la resolución de entidades en crisis, dado que los problemas de solvencia deben ser resueltos por una institución separada y financiada por los Gobiernos y, en su caso, las contribuciones de las mismas entidades. Esta autoridad de resolución también podría encargarse del seguro de depósito en el ámbito de la zona euro. Asimismo se necesitan mecanismos para alinear la competitividad entre países. Finalmente, pero no menos importante, hay que romper el círculo vicioso entre la austeridad necesaria para reducir la carga de la deuda y el agravamiento de la recesión en la periferia de Europa. Una vía de escape del círculo infernal de retroceso de la actividad económica y aumento del riesgo soberano es facilitar un euro más débil y más inflación en Alemania, junto con reducciones de precios y costes en la periferia. Así se mejoraría la posición competitiva de esta.

A los retos de medio plazo se unen los de corto plazo en un otoño que promete ser caliente. No me refiero al espectáculo esperpéntico de líderes políticos inclinando al asalto de supermercados que hemos visto en España, como si el eslogan *Spain is different* siguiera vigente. Me refiero al futuro inmediato de Grecia y su permanencia en el euro, la decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre el fondo MEDE, los efectos del rescate inminente de España, y la reticencia de los países del Norte a dar crédito a los del Sur. La guía de acción del BCE y las filigranas políticas italianas proporcionan más tiempo para que los países centrales den un impulso decisivo a las instituciones necesarias para la supervivencia de la moneda única. No se puede pedir más al BCE, se puede, y se debe, pedir más a la política europea.

En resumen, el esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España, una vez el Gobierno se decida a pedirlo, pero habrá que ver si ayuda a que Italia modere su prima de riesgo. El problema de fondo persiste, el BCE no será creíble en sus declaraciones de ayuda ilimitada para salvar al euro sin una mayor unión fiscal que lo respalde y sin un claro compromiso de avanzar en las instituciones necesarias. El peligro de intentar consolidar la zona euro mediante una secuencia de parches es que un accidente puede hacer descarrilar el proyecto. El otoño promete ser complejo y tal vez decisivo.



ENRIQUE FLORES

El peligro de intentar consolidar la zona euro con parches es que descarrile el proyecto

El esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España si el Gobierno decide pedirlo

das, y que alivia el problema de riesgo moral asociado a toda ayuda. En efecto, si el país ayudado no cumple con las condiciones impuestas entonces la refinanciación de la deuda a corto se puede interrumpir. Este mecanismo se ha mostrado eficaz al proporcionar los incentivos adecuados a los deudores a esforzarse en cumplir sus compromisos.

La actuación de Draghi se ha coordinado implícitamente con la ronda de contactos políticos europeos de Mario Monti. La decisión del BCE, a pesar de la reticencia del Bundesbank, prueba el éxito de la iniciativa en la mejor tradición de la astucia política de las repúblicas italia-

El precio de abandonar la moneda única

Carmen Alcaide

El País, 19 de agosto de 2012

Recientemente se está polemizando sobre la posibilidad y conveniencia de la salida de España del euro frente a la llamada irreversibilidad del mismo. Este planteamiento se debe en principio a los malos resultados obtenidos hasta ahora con la política de estabilidad aplicada en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y a los fuertes ajustes aplicados sobre la economía española como exigencia de su pertenencia a la moneda única.

Existen argumentos a favor y en contra, pero lo primero que hay que aclarar es si esto es legalmente posible y, de serlo, cómo habría que hacerlo. Es a partir del Tratado de Lisboa, firmado el 13 de diciembre de 2007, cuando se plantea por primera vez la posibilidad de la retirada de un país de la UE y/o de la UEM. El objetivo de la UE se estableció como una unión permanente entre los países participantes y encaminada a ser cada vez más estrecha. Las disposiciones sobre el funcionamiento de la UEM están incluidas en el Tratado en el capítulo 4, sin una referencia particular a la posible retirada de un país de la zona del euro.

El Tratado de Lisboa incorpora en su artículo 50 la capacidad de todo Estado miembro de retirarse de la Unión Europea, pero establece un procedimiento claro por el que deberá notificarlo al Consejo Europeo y negociar un acuerdo que establezca la forma de retirada. El procedimiento para alcanzar este acuerdo se establece en el artículo 218 del Tratado. Si no se llega a un acuerdo, un país podrá retirarse unilateralmente después de dos años.

Por tanto, si es posible abandonar el euro, pero saliéndose de la Unión Europea, y no puede hacerse —como algunos promulgan— sin avisar. Sería difícil mantener el secreto de unas negociaciones de esta magnitud con el Consejo Europeo y que los ciudadanos no nos enterásemos. Y más difícil e inconveniente —y probablemente indefendible en los tribunales— sería romper unilateralmente las relaciones con la Unión Europea. Dado que no se podría hacer por sorpresa, sería difícil evitar la posible huida masiva de capitales del país.

Pero veamos cuáles serían las dificultades e inconvenientes de volver a una mone-

da propia una vez acordado con la UE. Las primeras dificultades son de tipo práctico: la emisión de monedas y billetes para sustituir las actuales del euro. Algunos preguntan que se podría facilitar el proceso sencillamente estampando alguna señal sobre los billetes del euro. ¿Pero qué euros? ¿Los que estén en ese momento en depósito en los bancos, o se recolectarán los que están en manos de los ciudadanos? Seguramente estaríamos abocados a la doble circulación de monedas, con el perjuicio de la aplicación de continuas variaciones en el tipo de cambio. Y los que tienen guardados billetes (de 500 euros), estos seguirían siendo de curso legal en Europa y los podrían utilizar en sus transacciones.

Otras dificultades prácticas son los cambios legales y contables. La modificación de las contabilidades, renombramientos de depósitos y productos financieros en la nueva moneda, sistemas informáticos, cambios de cajeros y máquinas expendedoras, etcétera. Probablemente esto daría más trabajo a informáticos y contables, pero no sería una verdadera actividad productiva para el país y si tendría un coste elevado para las empresas y las Administra-

Lo peor de todo es que España no resolvería los graves problemas de su economía

ciones públicas. Hay que tener en cuenta que los preparativos del cambio de la peseta al euro se hicieron durante tres años, y esto ahora sería un plazo inadmisiblemente.

Pero cuidado: la mayor ventaja que ven quienes preconizan la salida del euro es la devaluación de la nueva moneda, que algunos estiman entre el 30% y el 50%. Pero esto significa que todos los activos se deprecian en ese porcentaje. Lo importante no es ya que los activos inmobiliarios (inmuebles, casas y fincas) bajen su valor, aunque también, sino que todos los ahorros y activos financieros de los españoles (en depósitos, acciones, planes de pensiones, etcétera) pasen a valer la mitad en la nueva moneda.

¿Y qué pasaría con los precios y los salarios? ¿Se reducirían en la misma proporción? Porque los que abogan por las ventajas de las devaluaciones y añoran la medida de épocas pasadas no tienen en cuenta que entonces una devaluación significaba

un empobrecimiento general frente al exterior, pero los ciudadanos no lo notaban porque los precios y salarios no se modificaban. Ahora no sería lo mismo: el cambio a la nueva moneda haría cambiar los precios de los artículos. ¿Qué harían los comerciantes? ¿Aplicar a los precios ese alza del 30% o 50% con la nueva moneda o resignarse a cobrar el mismo precio que antes? En mi opinión, los efectos sobre los precios y los salarios son imprevisibles.

En cuanto al comercio exterior, es de sobra conocido que España es deficitaria en su saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Pues bien, los efectos de una nueva moneda devaluada haría que recibiésemos más dinero de las exportaciones que se negociasen en la nueva moneda, pero no si se negocian en euros, y, por el contrario, pagaríamos más unidades de la nueva moneda por nuestra factura petrolífera ya fuese en euros o en dólares que es como se seguiría negociando. Difícilmente la salida del euro aliviaría nuestro déficit comercial, aunque sí podría mejorar los ingresos por turismo dependiendo de la fijación de precios en la nueva moneda. En cuanto a la balanza de capitales, aparte de la posible retirada de lo que queda para entonces, la deuda exterior de las empresas se vería aumentada en su valor en la nueva moneda en la misma proporción que se devalúe frente al euro. Los tipos de interés afectarían a los préstamos e hipotecas.

También tendría efectos sobre el déficit y la deuda pública. La deuda pública está valorada en euros y, por tanto, sufriría las consecuencias de la devaluación en la nueva moneda. El Estado español podría negociar algún tipo de quita en el pago de la misma, pero la desconfianza elevaría los tipos de interés para cualquier refinanciación exterior.

Pero lo peor de todo es que España no resolvería los graves problemas de su economía. Ni habría más financiación, ni se resolvería el problema de endeudamiento exterior ni de déficit exterior. Sería difícil reconducir el déficit público y habríamos perdido la poca credibilidad que quedaba para los inversores extranjeros, aunque puede que si acudiesen algunos al olor de las gangas de un país en ruinas. En estas condiciones es difícil predecir —como algunos parecen creer— que la salida del euro nos llevaría a un mayor crecimiento de la actividad y del empleo. ■

La crisis, Europa y Krugman

Carlos Mulas-Granados

El País, 8 de julio de 2012

L Consejo Europeo de la semana pasada dio los primeros pasos para cambiar las recetas que se aplican para salir de la crisis: se aprobó un plan de crecimiento, se desligó la ayuda a los bancos de la deuda pública y se avanzó en la unión bancaria. Estas medidas están lejos del paquete óptimo (la unión fiscal, el cambio de funciones del BCE, los eurobonos, etcétera), pero suponen pasos en la dirección correcta.

Quien más debía haberse alegrado de este viraje progresivo es el economista que lleva mucho tiempo reclamando menos austeridad y más estímulos para el crecimiento, pero Paul Krugman pasó esta semana por Madrid para promocionar su último libro y siguió jugando al euro-scepticismo y al titular fácil, insistiendo en la ruptura del euro, los *corralitos* y equiparando la economía española actual con la que teníamos en los años treinta.

El motivo de este artículo es apoyar las recetas de Krugman que tienen más sentido: es decir, la ralentización del ajuste fiscal y la petición al BCE de que compre deuda pública y aumente el objetivo de inflación, al tiempo que pretendo relativizar algunos de sus recetados, cuando hablamos de España y de Europa. Creo que es importante entrar en esos matices, dada su creciente influencia en todos los ámbitos, especialmente el político. Krugman es un gran economista, al que admira y que merece todo nuestro reconocimiento, y por eso me apena que algunas de sus intervenciones sobre la crisis del euro en los últimos meses no hayan estado a la altura de su talento.

En particular, creo que se equivocó al pronosticar la ruptura del euro con la salida de Grecia (o incluso de España), y también a la hora de insistir solo en el estímulo de la demanda agregada como solución a la crisis.

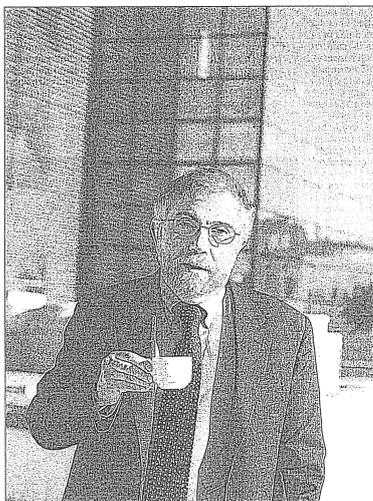
Sus posiciones sobre la quiebra de la moneda única me parecen a veces apocalípticas, un tanto irresponsables (por contribuir a la profecía autocumplida), y también algo desconectadas de la realidad europea, porque los incentivos políticos y económicos de las partes juegan en la dirección contraria. Además, y en relación con las recetas para salir de la crisis, creo que Krugman se olvida con demasiada facilidad de que una buena parte de Europa tiene un problema de oferta agregada pendiente de resolver desde hace tiempo que debemos abordar para que la recuperación sea duradera.

Vayamos por partes. Cuando se habla de Grecia y la moneda única, se suelen cometer dos errores: por un lado, se la considera víctima de la crisis y, por otro, se asimila su posible salida del euro al caso de Argentina y el fin de la paridad peso-dólar en 2001. Caben dos puntualizaciones importantes: primero, es verdad que Grecia está pagando hoy tipos de interés muy altos por su rescate, pero también hay que recordar que nadie se preguntó por la viabilidad del euro hasta que Grecia no reveló en 2009 que su déficit real no era del 3,7% sino del 12,5% del PIB. Todo el mundo sabía de los fallos de diseño de la unión monetaria, de los que ahora se habla hasta en las tertulias ligeras, y de los que nadie se acordó durante una década. Pero fue el falseamiento de las cuentas el que desató la crisis de confianza generalizada, las dudas sobre el grado de solidaridad que tendrían unos estados miembros con otros y el lío monumental en el que aún seguimos.

Segundo, en cuanto al paralelismo con Argentina, me parece

que no se puede comparar un tipo de cambio fijo con una unión monetaria, ni Grecia tiene las materias primas ni la capacidad exportadora de Argentina. En realidad, no hay ninguna experiencia histórica que permita imaginar seriamente cómo podría articularse la salida orde-

gada a todos nuestros problemas estructurales. Aunque Europa tuviera un Gobierno económico plenamente unificado como el de Estados Unidos, y lograra aplicar esas medidas, las políticas de estímulo krugmaniano nos darían un poco de aire, pero aún nos quedaría mucho por hacer.



Paul Krugman, durante su reciente visita a Madrid. / SAMUEL SÁNCHEZ

nada de Grecia de la moneda única, y por tanto, solo cubren los escenarios caóticos que tanto miedo dan a los mercados, a los ciudadanos y también a los políticos. Según las pocas estimaciones disponibles, la salida del euro de Grecia podría suponer una contracción del PIB en el continente cercano al 12%, y al mismo tiempo implicaría la pérdida de los más de 150.000 millones de euros que los países avanzados han prestado al país heleno. Por eso, por motivos económicos y también electorales, ninguno de los líderes políticos de la UE quiere realmente esa salida, ni de Grecia, ni mucho menos España, aunque a Krugman le resulte muy ingenioso (y altamente rentable) sugerirlo.

En relación con el recetario para salir de la crisis económica que nos afecta, creo que Krugman se ha quedado muy corto pidiendo solo estímulos fiscales y una nueva política monetaria. Sinceramente, ya intentamos en 2009 estimular así la demanda agregada de nuestras economías de forma coordinada y funcionó a corto plazo, pero esa no es la

solución a todos nuestros problemas estructurales. Aunque Europa tuviera un Gobierno económico plenamente unificado como el de Estados Unidos, y lograra aplicar esas medidas, las políticas de estímulo krugmaniano nos darían un poco de aire, pero aún nos quedaría mucho por hacer.

Me sigue sorprendiendo que tan pocos analistas hayan reparado en que la solución de largo plazo a los problemas americanos y europeos está en la transición hacia un nuevo modelo económico que aún difícilmente imaginamos. Entre las excepciones merece la pena mencionar a Jeffrey Sachs, economista tam-

bién progresista, pero con menor pegada mediática, quien hace unos días apuntaba en *Financial Times* lo siguiente: "Estados Unidos y Europa necesitan una estrategia de crecimiento a lar-

go plazo y no un nuevo estímulo de corto plazo al crecimiento". Para lograrlo habría que "dirigir las nuevas tecnologías—de la información, la comunicación, el transporte, los nuevos materiales y la genómica—hacia la resolución de los problemas de falta de sostenibilidad y calidad de vida a los que se enfrentan nuestras sociedades. El crecimiento a largo plazo (y la calidad de vida) podrían alcanzarse a través de nuevas inversiones que avancen hacia una economía baja en carbono, baja en contaminación y alta en prestaciones sociales y medioambientales". Es ahí donde encontraremos la nueva revolución industrial que transformará nuestras vidas.

La guía para esa transición en Europa está parcialmente apuntada en la Estrategia 2020 y sus 17 sectores de crecimiento futuro. En el caso de España esa hoja de ruta tiene un primer embrión en la Ley de Economía Sostenible aprobada en 2010, y luego paralizada. Según los últimos datos oficiales, España ya ha reducido sus costes laborales a niveles inferiores a la crisis (como pedían Krugman o Blanchard cuando visitaron nuestro país en 2009), pero nuestra capacidad exportadora aún se ve lastrada por márgenes empresariales superiores y niveles de productividad inferiores a los de muchos de nuestros competidores. La política económica que necesita España no debe preocuparse solo de las cuestiones urgentes (la deuda, el déficit o los bancos), sino que debe poner los pilares de lo que es realmente importante para una recuperación prolongada (el emprendimiento, los nuevos sectores productivos, la industria, la innovación y la productividad).

En definitiva, Europa y España deben concentrar todos sus esfuerzos en políticas de inversión productiva y cambio regulatorio que transformen de arriba abajo nuestra manera de producir y consumir bienes y servicios. No podemos olvidar que el origen de esta crisis está en un modelo excesivamente bancarizado y en el peso excesivo de la construcción dentro de un modelo social y medioambiental agresivo. La solución a nuestros problemas no consiste en reparar las heridas para perpetuar el viejo modelo productivo que nos trajo hasta aquí, sino en transitar hacia uno completamente nuevo que cree un marco en el que las nuevas empresas y los nuevos empleos sean sostenibles por décadas y la calidad de vida experimente un salto positivo sustancial. El reto es mayúsculo, pero por eso debería ser la mayor de nuestras preocupaciones, aunque Krugman no lo mencione en sus tribunales. ■

La fragmentación de la Eurozona

Nicolas Berggruen, Nouriel Roubini y Mohamed A. El-Erian

El País, 22 de agosto de 2012

V riente de opinión dominante están llegando a la conclusión de que la Eurozona podría no ser ya sostenible. Desde este punto de vista emergente, sería mejor para Europa separarse ahora que más adelante, cuando los costes podrían ser mucho mayores. Pero este punto de vista va demasiado lejos.

No debería haber duda alguna al respecto: si la Eurozona se fragmenta, ello supone también el fracaso de Europa como mercado único y la Unión Europea podría también derrumbarse.

A corto plazo, la fragmentación sería el equivalente económico y financiero de un paro cardíaco para Europa. Los flujos transfronterizos de bienes, servicios y capitales se verían interrumpidos debido a que la cuestión de la denominación de las divisas desborda al cálculo normal de valoración. Unos considerables desajustes de moneda provocarían tensiones financieras corporativas y podrían incluso dar lugar a múltiples insolvencias. El desempleo experimentaría una repentina escalada; y la provisión de servicios financieros básicos, desde los bancarios a los de seguros, sufrirían una seria restricción, con una alta probabilidad de desbandadas bancarias entre los miembros más vulnerables de la Eurozona.

Profligarian los controles, ya que las economías débiles tratarían de limitar la fuga de capital, mientras las fuertes intentarían oponerse a su entrada excesiva. En ese proceso, se socavaría el funcionamiento mismo del mercado común que apuntala el proyecto de integración europea. A la balcanización de los bancos, de los mercados financieros y de los mercados de deuda pública que ya está en marcha le seguiría la balcanización del comercio de bienes, de servicios, de mano de obra y de capital, y un regreso al proteccionismo comercial y financiero.

Los países que hoy se ven azotados por varios años de gestión de la crisis tienen —si es que los tienen— unos limitados colchones internos con los que absorber nuevos golpes. Como consecuencia de ello, los trastornos económicos y financieros avivarían probablemente el descontento social y la disfunción política, socavando aún más el apoyo nacional a la integración europea.

Aunque el embate de la catástrofe lo padecerían principalmente las economías débiles (antes periféricas), los países más fuertes (antes centrales) también acusarían un daño sustancial.

Veamos qué sucedería con ambos casos.

Al regresar a sus monedas nacionales, las economías más débiles de la Eurozona podrían recuperar el control de un mayor número de instrumentos para su política económica. En consecuencia, dispondrían de más medios para buscar las ventajas competitivas que son esenciales para restablecer sus dinámicas de crecimiento y generar empleos.

Pero hacerlo eficazmente requeriría el diestro manejo de una considerable devaluación monetaria. De manera que tendrían que contrarrestar unas fuertes presiones inflacionarias y unos más altos costes de las importaciones, unos canales de transmisión bancaria y monetaria desestabilizados, y una escalada de las primas de riesgo. Y en una Europa alterada en su conjunto se encontrarían con que las ventajas adquiridas en materia de precios mediante la devaluación correrían el riesgo de verse erosionadas por una demanda regional

las mismas, un retorno a gran escala de las monedas nacionales podría fácilmente conllevar una cadena de incumplimientos de pago, junto a algunas reestructuraciones coercitivas y una forzada conversión de las ventajas del euro en unas nuevas monedas nacionales depreciadas.

gentes, una cantidad considerable de sus exportaciones todavía se vende en Europa. El derrumbe de este mercado se añadiría a las pérdidas debidas a las acuciantes exigencias financieras de las economías más débiles, incapaces de cumplir con sus deudas en euros, tanto directamente como

qué los discursos políticos han tratado repetidamente de descartar una fragmentación de la Eurozona; es también la razón de que líderes de otros países hayan presionado a sus homólogos europeos para que se enfrenten a la crisis regional de un modo más decidido e integral.

Pero las palabras y la persuasión moral resultan ser notoriamente insuficientes a la hora de detener a las fuerzas de la fragmentación, que son el resultado de importantes defectos de diseño y han sido alimentadas por años de respuestas políticas tácticas más que estratégicas, consecutivas más que simultáneas, y parciales más que de conjunto. Solo si comprenden la enormidad de los riesgos a los que se enfrentan tendrán alguna posibilidad los líderes de Europa de superar las persistentes tensiones internas y converger en una respuesta potencialmente capaz de cambiar las reglas del juego.

Y solo entonces estarán en condiciones de convencer a una ciudadanía escéptica de la necesidad de tomar unas medidas verdaderamente sin precedentes: en primer lugar la de reformar la Eurozona haciendo de ella una unión más coherente, es decir más pequeña, menos imperfecta y más sólidamente diseñada y manejada; en segundo lugar, asegurarse de que esta Europa así reformulada pueda avanzar generando crecimiento y empleos; y en tercer lugar, el salvaguardar el más amplio funcionamiento de la Unión Europea.

Tras haber discutido y titubeado durante demasiado tiempo, los líderes europeos ya no disponen de una solución nítida, relativamente gratuita y sumamente segura de la crisis regional.

Lo que sí tienen es algún tiempo —aunque no mucho— para intentar defender la honorabilidad del proyecto de integración regional tomando medidas audaces ahora, empezando por una unión económica, fiscal y bancaria, y avanzando hacia la unión política.

Si, el resultado no está ni mucho menos garantizado, e inevitablemente se producirían interrupciones inmediatas. Pero todo palidece en comparación con la catástrofe que Europa y el mundo experimentarían si se continúa con un planteamiento que sigue siendo tan insuficiente como precipitado.

Alemania y los otros países centrales necesitan decidir con valentía si creen que la Eurozona puede sobrevivir y con qué formato. Si la respuesta es que sí, entonces la consecución de una unión menos imperfecta necesitaría acompañarse de un masivo financiamiento oficial de la periferia, tanto fiscal como del BCE, a fin de suavizar el doloroso ajuste causado por la austeridad, las reformas y la devaluación interna. Si, en cambio, decidieran que ni la Eurozona es viable tal como es ni que sea alcanzable una unión más pequeña, los costes de romperla desordenadamente más tarde en lugar de una ruptura ahora serían mucho mayores. Lo que no debería suceder, y es preciso que no suceda, es que la Eurozona permanezca en su confusa mitad del camino actual.

Nicolas Berggruen es presidente del Council on the Future of Europe; Mohamed A. El-Erian es presidente ejecutivo de PIMCO, compañía gestora de inversión global, y Nouriel Roubini enseña en la Universidad de Nueva York y preside Roubini Global Economics.

© Nicolas Berggruen Institute / Global Viewpoint
Traducción de Juan Ramón Azola.



EULOGIA MERLE

Hay que lograr una unión más coherente, más pequeña y más sólidamente diseñada y manejada

Es todavía la primera área económica del mundo, y la más interrelacionada financieramente

También son capítulos significativos para las economías más fuertes tanto el de la demanda regional como el de los pagos. A pesar de las ventajas obtenidas por la diversificación comercial, incluida una

mediante la probable necesidad de recapitalizar las instituciones regionales. La reestructuración de deudas, e incluso insolvencias manifiestas, afectaría a los balances de las instituciones acreedoras, incrementando su propia deuda (ya que tendrían los mismos activos, pero mayores pasivos) y sus costes de capital. Y la calificación de AAA para Alemania y otros miembros centrales de la Eurozona también se pondría en riesgo.

Luego está el resto del mundo. Europa es todavía la primera área económica del mundo, y la más interrelacionada financieramente. En tanto que tal, sus trastornos serían inevitablemente transmitidos al resto del mundo. Y con Estados Unidos todavía luchando por mantener un razonable crecimiento económico y una creación de empleo, se materializaría una recesión global.

La tragedia de la Unión Europea

Georges Soros

El País, 9 de septiembre de 2012

Europa está sumida en una crisis financiera desde 2007. Cuando la bancarrota de Lehman Brothers debilitó el crédito de las instituciones financieras, el crédito del Estado lo sustituyó, y se descubrió un fallo no reconocido del euro. Al transferir el derecho a imprimir dinero al BCE, los países miembros habían quedado en peligro de impago. Los bancos privados, cargados de bonos de los países más débiles, vieron que podían ser insolventes. Existe un paralelismo entre esta crisis y la crisis bancaria internacional de 1982. Entonces, las autoridades financieras salvaron el sistema a base de prestar justo el dinero suficiente a los países más endeudados; se evitó el impago, aunque a costa de una depresión duradera. Latinoamérica sufrió una década perdida.

Alemania cumple hoy el papel que entonces tuvo el FMI, en un escenario distinto, pero con igual resultado. Los acreedores trasladan el peso del ajuste a los países deudores y eluden su propia responsabilidad. La crisis del euro es una compleja mezcla de problemas bancarios y de deuda soberana, además de divergencias entre comportamientos económicos que han alterado las balanzas de pagos en la Eurozona. Las autoridades intentaron ganar tiempo. Normalmente, eso funciona. Pero esta vez no, porque los problemas financieros se unieron a uno de desintegración política. La UE encarnaba una asociación de Estados que cedían parte de su soberanía en bien de todos. La crisis está convirtiéndola en algo muy distinto.

Los países miembros se dividen en acreedores y deudores, y los acreedores mandan. Al ser el mayor acreedor, Alemania tiene la hegemonía. Los deudores pagan enormes primas de riesgo por financiar su deuda pública, y eso repercute en sus costes de endeudamiento. Para empeorar las cosas, el Bundesbank sigue empeñado en una doctrina monetaria anticuada, surgida de la traumática

ca experiencia de Alemania con la inflación. Considera que esta es la única amenaza para la estabilidad e ignora la deflación, el verdadero peligro. Insiste en imponer austeridad a los países endeudados, que puede ser contraproducente, porque la reducción del PIB hace que aumente el ratio de endeudamiento.

Existe un verdadero peligro de que la Europa de dos niveles se convierta en permanente. Los recursos humanos y económicos irán al centro y en la periferia se asentará la depresión. Esto no es consecuencia de ninguna conspiración, sino de una falta de políticas coherentes. Los errores y la ignorancia tienen consecuencias imprevisibles, pero fatídicas. Alemania, el mayor país acreedor, está al mando, pero no quiere más cargas, y eso ha supuesto desperdiciar todas las oportunidades de resolver la situación. La crisis empezó en Grecia, pasó a otros paí-

ses deficitarios y ha acabado poniendo en duda la supervivencia del euro. Como la ruptura del euro sería terrible, Alemania hace lo mínimo para mantenerlo.

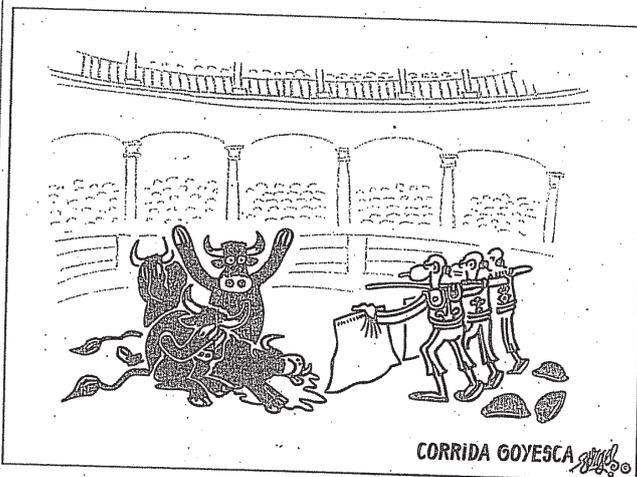
Ahora, Merkel ha respaldado a Mario Draghi y ha dejado aislado al presidente del Bundesbank. El BCE podrá limitar los costes de endeudamiento de los países que sigan un programa de austeridad supervisado por la troika, una medida que salvará el euro, pero es un paso más hacia la división permanente de Europa. Los países deudores rechazarán la Europa de dos niveles. Si el euro acaba rompiéndose de forma caótica, destruirá el mercado común y la UE. Esta última acabará peor que antes de nacer, porque habrá sumado un legado de desconfianza y hostilidad. Cuanto más se prolongue, peor será el resultado: ha llegado el momento de pensar en alternativas que hasta ahora no podíamos imaginar.

En mi opinión, lo mejor es convencer a Alemania para que escija entre dirigir la creación de una unión política en la que la carga se reparta de verdad o abandonar el euro. Como toda la deuda acumulada está en euros, es importante quién lo controla. Si se va Alemania, el euro se depreciaría. Los deudores recobrarían su competitividad; su deuda disminuiría en términos reales y, con el control del BCE, el peligro de impago desaparecería y el coste de endeudamiento bajaría al nivel de Reino Unido. Los acreedores, en cambio, tendrían una dura competencia de la Eurozona en sus respectivos mercados y sufrirían pérdidas en sus títulos e inversiones. El volumen de pérdidas dependería del nivel de depreciación, por lo que les interesaría mantenerla controlada. Tras los desajustes iniciales, el resultado cumpliría el sueño keynesiano de un sistema monetario internacional en el que acreedores y deudores compartan la responsabilidad de la estabilidad. Y Europa escaparía de la depresión.

Ese mismo resultado, con menos costes, sería posible si Alemania se comportara de forma más benévola. Es decir, tendría que 1) hacer realidad la unión bancaria europea; 2) establecer una relativa igualdad de condiciones entre deudores y acreedores con un Fondo de Reducción de la Deuda para después convertir toda la deuda en eurobonos, y 3) aspirar a un crecimiento nominal de hasta el 5% para que Europa pudiera salir del endeudamiento excesivo.

Tanto si Alemania decide irse como tomar las riendas, cualquier cosa es mejor que crear

FORGES



No habrá una ruptura del Euro

Guillermo de la Dehesa

El País, 19 de agosto de 2012

GUILLERMO
DE LA DEHESA

Muchos inversores están estimando una probabilidad creciente de un "gran desastre", es decir, un "grosso riesgo de cola" asociado a la crisis del área euro que no es otro que el de su ruptura. Observan que las decisiones de los líderes europeos han estado basadas hasta ahora, erróneamente, en un juego de suma cero, basado en que si unos Estados ganan otros pierden, como si fueran empresas en un mercado que no crece, cuando, entre Estados, siempre existen alternativas de suma positiva si se coopera.

Comprueban que los Estados acreedores del norte imponen a los deudores del sur un ajuste fiscal, necesario pero excesivamente rápido y además nominal y deflacionario que puede llevarles a una recesión mayor, aumentando así su deuda-PIB, que no es compensado por el EFSF y ESM a España e Italia (todavía solventes, pero con crecientes problemas de liquidez) para abortar ataques especulativos que se auto-cumplen y continúan vendiendo.

Asimismo, domina (como antes en la carrera nuclear) el juego de la gallina. Los inversores empujan los *spreads* al límite para que los líderes europeos tomen más medidas para salvar el euro y estos aprovechan dichos *spreads* para empujar al límite a España e Italia para forzarles a hacer más reformas y reducir más sus déficits. Si ninguno cede, caeremos todos al abismo: si todos ceden algo, nos salvaremos todos.

Por estas razones, muchos inversores están preparándose para una ruptura del área euro, incrementando así la probabilidad de que ocurra, ya que sus profecías tienden a autocumplirse.

El área euro está hoy partida en dos por los Pirineos y los Alpes: el interbanco ha dejado ya de funcionar al sur de ambos y sus bancos no tienen acceso normal a liquidez, mientras mejora en los del norte, dadas las salidas crecientes de depósitos del sur hacia el norte. Además, los bancos del norte y sus supervisores no permiten que dichos depósitos sean reinvertidos en el sur, provocando una desintegración bancaria y una fuerte contracción del crédito en el sur.

El Banco Central Europeo, tras su LTRO, que ha permitido darles liquidez y además comprar deuda soberana del sur a través de sus bancos, deberá ahora intervenir nuevamente para que funcione la transmisión de su política monetaria. Siendo su tipo de refinanciación del 0,75%, los tipos de interés de los créditos al por menor en Italia y España son tres puntos mayores que en Alemania al estar correlacionados con sus *spreads* de deuda soberana y no con el tipo de refinanciación del BCE.

A pesar de la gravedad de esta situación, me resisto a pensar que la estu-

peza humana pueda llegar tan lejos como para aceptar una ruptura del euro que produzca otra gran recesión en la que todos los Estados miembros del área euro y de la UE y sus 500 millones de ciudadanos salgan perdiendo y ninguno ganando. Además, confío en la creciente presión internacional para evitarla, pero, sobre todo, en el BCE, que, con su ilimitado poder de intervención, hará todo lo necesario para evitarlo, como anun-

cia y Holanda), mayor todavía frente al dólar y, sobre todo, frente a las monedas originales de los Estados del sur, que a su vez sufrirían una fuerte depreciación frente al euro, al dólar y mayor todavía frente al marco.

Es decir, el marco podría llegar a apreciarse más de un 25% frente al dólar y más de un 50% frente a la lira y la peseta, lo que aumentaría mucho el poder de compra y la renta relativa de los alema-

capitales para financiarse durante bastantes años o financiarse a costes muy superiores a los actuales.

Además, dado que sus importaciones de materias primas agrícolas, minerales, metálicas y energéticas son muy elevadas, dicha depreciación provocaría una elevada inflación y una pérdida del poder adquisitivo y empobrecimiento de sus ciudadanos, al pagar mucho más caros dichos productos importados. Estos reaccionarían presionando al alza sus salarios y las empresas sus precios y márgenes, haciendo que la fuerte depreciación inicial de sus monedas no conseguiría incrementar su competitividad suficientemente como para ganar la cuota de mercado esperada. España, por ejemplo, importa el 77% de la energía que consume.

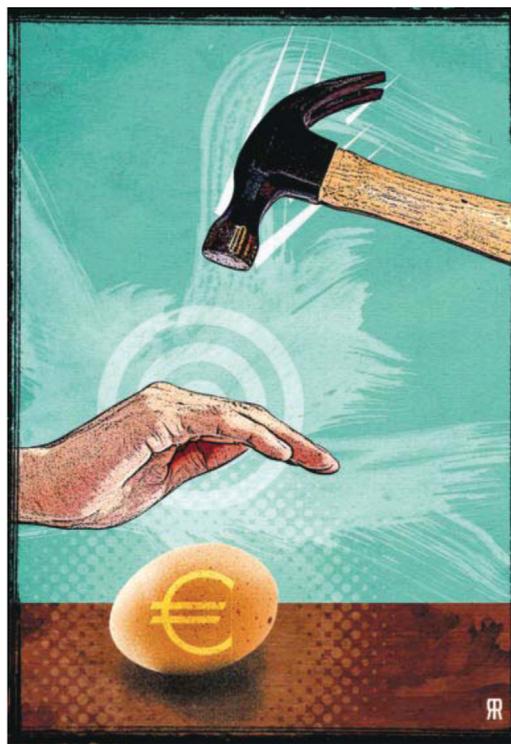
Tercero, la desaparición del área euro a 17 Estados supondría también el fin de la UE a 27 Estados, ya que si no hay Unión Monetaria, no puede haber Mercado Único, dada la enorme divergencia de tipos de cambio creada dentro del mismo y, si no hay Mercado Único, no puede haber tampoco Unión Aduanera. Es decir, los tres grandes pilares de la UE desaparecerían dando fin a 57 años de enormes esfuerzos para construir Europa. Sería imperdonable que nuestros líderes actuales llegasen a provocar tamaño fracaso colectivo.

Cuarto, la desintegración del AE provocaría una fuerte recesión en el resto del mundo. Estados Unidos representa el 25% del PIB mundial y el área euro el 21%, pero la UE alcanza el 27%. Sin embargo, Estados Unidos solo representa el 12,5% de las importaciones mundiales de bienes y el 10% de las importaciones de servicios, mientras que el área euro alcanza el 28% de las primeras y el 33% de las segundas, y la UE el 35% de las de bienes y el 38% de las de servicios. Aunque casi un 50% de dichas importaciones se realizan dentro del área euro y de la UE, la desaparición de ambas uniones tendría un impacto negativo enorme en las exportaciones del resto del mundo y especialmente en las emergentes.

Quinto, de no evitarse tamaño desastre, la pérdida de peso de Europa en el mundo sería absoluta, dejando de contar en la toma de sus principales decisiones. De acuerdo con las proyecciones para los BRICS, en 2050 no habría ningún país de la UE en el G-8, al estar este compuesto (por orden de su PIB total) por China, Estados Unidos, India, Brasil, Rusia, Indonesia, Japón y México.

Por el contrario, si en 2050 la UE a 27 hubiera conseguido ser una confederación o federación de Estados, tendría un PIB superior al de Estados Unidos y muy cercano al de China, con lo que la política global estaría dominada por un G-4 de grandes potencias: China, UE, Estados Unidos e India.

En resumen, la disyuntiva entre la ruptura de Europa o su unión creciente es simple: o su destrucción total o ser la mayor potencia de Occidente y la segunda mundial. ■



RAFAEL RICÓY

Sería imperdonable que nuestros líderes actuales llegasen a provocar tamaño fracaso colectivo

ció recientemente su presidente, Mario Draghi.

¿Cuáles serían los principales efectos de la ruptura del euro?

Primero, los Estados del norte, especialmente Alemania, sufrirían una elevada apreciación de sus monedas originales frente al euro (que podría desaparecer, al preferir Alemania recuperar su marco o crear una zona marco con Aus-

tria y Holanda) más de 12 años creciendo básicamente a través de sus exportaciones, que se dirigen en un 45% al área euro y otro 45% al área dólar, muchas de sus empresas quebrarían, aumentaría el desempleo y entraría en una fuerte recesión.

Segundo, los Estados del sur retomarían sus monedas originales, que sufrirían una fuerte depreciación frente al euro y el dólar, con lo que su PIB resultante, medido en euros, caería más de un 30% en valor. Al estar básicamente endeudados con ahorro externo denominados en euros y dólares, se verían obligados a dejar de pagar parte de su deuda al valer esta más de un 30% en sus monedas originales. Este *default* llevaría consigo no poder acceder a los mercados de

COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

AZNARTE MOYA, HERMINIA. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Máster en Auditoría por la Universidad Complutense de Madrid. Titulada por la Escuela Oficial de Idiomas de Málaga en Francés e Inglés. Coautora de libro «Finanzas para no financieros» (Editorial Vértice, 2009). Estuvo adscrita al Departamento de Formación de Unicaja Banco como Formadora, habiendo impartido cursos desde 1999 hasta 2005. Desarrolla su actividad profesional en Unicaja Banco como Técnico del Centro Hipotecario. La mayor parte de su carrera profesional la ha llevado a cabo como Analista de Riesgos en diferentes Direcciones Territoriales y en el Departamento de Auditoría Interna.

BECERRA BENÍTEZ, Felisa. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad de Málaga. Ha realizado los Cursos de Doctorado del Programa Análisis Económico y Economía Cuantitativa de la Universidad de Málaga. Máster en Economía Aplicada por la UNED. Miembro del equipo técnico de Analistas Económicos de Andalucía y Directora Técnica de «Previsiones Económicas de Andalucía». Autora de diversos artículos y publicaciones en el área de la Coyuntura Económica y del Análisis Regional, así como de investigaciones relacionadas con análisis de impacto económico y coste-beneficio.

DE VIVERO DE PORRAS, Carmen. Licenciada en Derecho por la Universidad de Málaga. Abogada. Asesor jurídico en Unicaja Banco. Ha sido Juez Sustituta y Magistrada Suplente en el Tribunal Superior de Justicia Andalucía, sede de Málaga. Diploma de Estudios Avanzados en el Área de Derecho Procesal y Concursal. Máster en Viabilidad Empresarial en el Concurso de Acreedores, Refor y Aede Business School. Miembro del Consejo de Redacción de la Revista Mercantil Sepin. Profesora del Máster Universitario en Insolvencia Empresarial, Universidad CEU-San Pablo. Profesora del Curso Superior en Derecho Concursal y Administración Pública, Instituto Superior Economía Local (ISEL). Certificado Adaptación Pedagógica (CAP).

Autora de diversas publicaciones en el marco jurídico laboral, concursal y financiero.

DÍAZ CAMPOS, José Antonio. Licenciado en Economía por la Universidad de Málaga. Máster en Banca y Entidades Financieras por ESESA. European Financial Advisor (EFA). En la actualidad desempeña sus funciones en el Gabinete Técnico de Unicaja Banco. Perteneció al equipo de trabajo del proyecto de educación financiera «Edufinet».

DOMÍNGUEZ BARRERO, Félix. Doctor en Economía por la Universidad de Zaragoza desde 1993, y profesor titular de dicha universidad desde 1997. Es autor de diversas publicaciones sobre Economía de la imposición y sobre Planificación Fiscal, y ha participado en la elaboración de diversos simuladores, de uso abierto a cualquier persona interesada en el análisis de la problemática objeto de su investigación.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José M. Doctor en Ciencias Económicas. Catedrático de Hacienda Pública de la Universidad de Málaga. Ha sido vocal del Consejo Directivo de la Organización de Economistas de la Educación, miembro de la Comisión sobre Innovación Docente en la Universidad andaluza y vocal del Consejo de Administración de la Escuela Superior de Estudios de Empresa (ESESA) y de Analistas Financieros Internacionales (AFI). Director del proyecto de educación financiera «Edufinet» y vocal de Economía del Ateneo de Málaga. Es también director de la División de Secretaría Técnica de Unicaja Banco y presidente de Analistas Económicos de Andalucía. Autor de varios libros y numerosos artículos sobre diversos aspectos de la economía del sector público y del sistema financiero.

IÁÑEZ BOLÍVAR, CRISTINA. Diplomada en Magisterio por la Universidad de Granada. Máster Iberoamericano en educación a distancia en entornos virtuales: diseño, desarrollo, gestión y evaluación y Experto Universitario en programación, desarrollo y evaluación de la educación abierta a distancia con nuevas tecnologías por la Universidad de Granada. En la actualidad es profesora del Colegio de

Educación Infantil y Primaria San Sebastián de Benalúa de las Villas (Granada).

LACOMBA ARIAS, Beatriz. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Es profesora del Departamento de Economía Aplicada (Estadística y Econometría), Vicesecretaria y Coordinadora de Relaciones Internacionales y Movilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga.

LUQUE DOMÍNGUEZ, Eugenio, J. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Profesor Titular de Universidad del Departamento de Economía Aplicada (Matemáticas) y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga. Miembro de la Comisión Asesora de Comercio Interior de Andalucía, de los Programas Erasmus y Séneca para el intercambio de alumnos, de la Comisiones Técnicas de los estudios de ciclos formativos de primer grado y de elaboración de los Libros Blancos de los títulos de grado de Economía y Empresa, Ciencias Actuariales y Financieras, y Gestión y Administración Pública, de los Comités de Evaluación Interna de las Titulaciones de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga y de los proyectos de formación de profesorado de la UCUA. También forma parte del grupo de trabajo del proyecto de educación financiera «Edufinet».

MARTÍN RODRÍGUEZ, Manuel. Catedrático de Economía aplicada de la Universidad de Granada. Ha sido Presidente de la Sociedad de Estudios Andaluces (ESECA) y Director del Instituto de Desarrollo Regional de Andalucía. Premio de Investigación Plácido Fernández Viagas de la Comunidad Autónoma de Andalucía. Académico correspondiente de la de Ciencias Morales y Políticas y de número de la de Ciencias Económicas y del Medio Ambiente de Andalucía. Sus publicaciones se han desarrollado en los campos de la economía regional y de la historia económica.

MORERA VILLAR, Mercedes. Licenciada en Derecho por la Cardenal Herrera-CEU. Mas-

ter of Law in International Legal Practice por el IE Business School y en Banca y Entidades Financieras por ESESA. Ha desempeñado su labor como asesora jurídica en Deloitte y Garrigues. Ha formado parte de Gabinete Técnico de Unicaja Banco. Forma parte del grupo de trabajo del proyecto de educación financiera «Edufinet».

MUÑOZ ZAYAS, Celia. Licenciada en Publicidad y Relaciones Públicas por la Universidad de Málaga. Máster en Gestión Cultural por la Universidad de Alcalá de Henares y Experta Universitaria en ELE por la Universidad Antonio de Nebrija. Ha sido profesora de lengua y cultura española en el colegio preuniversitario Länsi-Suomen Opisto (Huittinen, Finlandia) y en la Escuela Internacional de Málaga. Desde el año 2006 trabaja en la sede del Instituto Cervantes en Dublín.

NIETO LOBO, Esperanza. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Ha sido profesora del Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Málaga. Desde 1998, trabaja para Analistas Económicos de Andalucía, donde coordina la información y documentación para las investigaciones que se realizan. En el ámbito de la investigación económica regional y local, ha colaborado en diversos proyectos, en publicaciones científicas y en otras de divulgación. Ha sido ponente en diversos cursos y conferencias sobre economía regional, contabilidad pública, integración monetaria y sus efectos sectoriales.

PAMPILLÓN FERNÁNDEZ, Fernando. Profesor Mercantil (Escuela de Comercio de Vigo; Premio Fin de Carrera), Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (Universidad Complutense de Madrid) y Doctor en Ciencias Económicas (UNED, con Premio Extraordinario). Funcionario del Cuerpo Técnico del Ministerio de Educación y del Cuerpo de Intervención y Contabilidad de la Seguridad Social (en ambos, en situación de excedencia voluntaria). Ha sido profesor de Teoría Económica en las Universidades de Valencia, Complutense de Madrid y UNED, Secretario de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales y Profesor Titular de

Economía Aplicada en la UNED, Titulado del Servicio de Estudios del Banco Hipotecario; Director Financiero de la Sociedad Gestora del Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario y Secretario de la Asociación Hipotecaria Española. En la actualidad es Catedrático de Economía Aplicada de la UNED y Profesor de la Universidad Pontificia de Salamanca, centros universitarios en los que imparte docencia en materias relacionadas con el Sistema Financiero y las Inversiones Socialmente Responsables. Es, asimismo, Director Ejecutivo del Curso de Experto en Dirección de Entidades Financieras, que patrocina nFUNCAS y la Fundación Carolina, Director de la Secretaría Técnica de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), Editor de Cuadernos de Información Económica y miembro del consejo de redacción de Papeles de Economía Española y de la European Association of University Teachers in Banking and Finance.

PÉREZ GONZÁLEZ, Patricia. Licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Ha trabajado en Deloitte, en el área de Mercados de Capitales. Actualmente desempeña sus funciones como Técnico en el departamento de Tesorería y Mercados de Capitales de Unicaja Banco.

RODRÍGUEZ DÍAZ, Beatriz. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Máster en Nuevas Tecnologías Aplicadas a la Comercialización de Empresas Turísticas y Economía Social y en Profesorado de Educación Secundaria Obligatoria y Bachillerato, Formación Profesional y Enseñanza de Idiomas por la Universidad de Málaga. Es profesora del Departamento de Economía Aplicada (Matemáticas) y Coordinada Académica del Programa de Movilidad Erasmus de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga.

ROMERO MORENO, Rafael. Máster en Mercados Financieros con Mención Especial por Inese, Diplomado en Alta Dirección de Empresas por el Instituto Internacional San Telmo y en Gestión Empresarial por la EOI,

Diplomado en Mercados Monetarios por la Escuela de Economía y en Gestión de Renta Fija por el Instituto de Finanzas. European Financial Advisor por EFPA. Realizó Estudios Superiores de Música y Piano. Ha sido Adjunto al Director de Tesorería de Renfe, Jefe de Originación de Mercado de Capitales en Siaf S.V, Subdirector General de Finanduro S.V. y Responsable de Banca Privada de Credit Lyonnais España y Caja Duero, así como Director en Unicorp Mercados. En la actualidad es Director de Inversiones en Unicorp Patrimonio S.V y profesor en ESESA. También forma parte del proyecto de educación financiera «Edufinet».

TITOS MARTÍNEZ, MANUEL. Doctor en Filosofía y Letras (Historia) por la Universidad de Granada. Ha desarrollado en dicha Universidad toda su carrera docente; En la actualidad es catedrático de Historia Contemporánea. Ha participado en cinco programas de Acciones Integradas con la Universidad de Bonn (Alemania). Entre sus líneas de investigación destacan los trabajos relacionados con la historia del sistema financiero (banca, banqueros, cajas de ahorros y cajas rurales), historia de la empresa e historia de las organizaciones empresariales. En 2004 obtuvo el premio Lid de Historia Empresarial. Entre sus libros publicados en los últimos diez años caben destacarse los siguientes: Historia de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (1702-2002) (Madrid, 2002), El sistema financiero en Andalucía. Tres siglos de historia, 1740-2000 (Sevilla, 2003), Rodríguez-Acosta. Banqueros granadinos 1831-1946 (Madrid, 2004), Verano del 36 en Granada (Granada, 2005) y Música y finanzas. Biografía económica de Manuel de Falla (Granada, 2008). Ha publicado en numerosas revistas, como Cuadernos de Economía Española, Revista de Historia Económica, Instituciones de Historia Económica y Revista de Estudios Regionales.

TORRES GUTIÉRREZ, Juan José. Economista. Desarrolla su actividad profesional en Alteria Corporación Unicaja como Director del Departamento de Tecnología. Ha sido Profesor Asociado de la Universidad de Má-

laga en los Departamentos de Teoría e Historia Económica y Economía Aplicada (Política Económica), donde se hizo cargo de asignaturas como Teoría Económica de las Finanzas o Sistema Financiero. También ha colaborado con la Universidad Internacional de Andalucía (UNIA) en la impartición y dirección académica del Experto en Asesoramiento Financiero y con la escuela de negocios ESESA en los másteres de Gestión Bancaria y Asesoramiento Financiero Europeo. Es autor de numerosas publicaciones e investigaciones en el ámbito de la economía financiera, la economía agraria y el análisis económico regional. Es coautor del libro «La gestión del riesgo financiero» (Editorial Pirámide, 2000). Es colaborador del proyecto de educación financiera en la red «Edufinet». Ha sido galardonado con el Premio Andalucía de Economía y Hacienda Autónoma en la modalidad de Artículos (1995).



«El conocimiento, en la mayoría de los que lo cultivan, es una especie de moneda, que se estima en mucho, pero que sólo contribuye a nuestro bienestar en la medida en que se comunica»
Rousseau

Instituto Econospérides
para la Gestión del Conocimiento Económico



instituto@econosperides.es
www.econosperides.es