

LAS POLÍTICAS  
DE OFERTA  
NOS SACARÁN  
DE LA CRISIS



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2013 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS  
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
Depósito Legal: M. 20.857-2013  
Redacción técnica: SERVICIO DE ESTUDIOS DEL IEE  
Edición: JOSÉ M.ª PÉREZ DE TUDELA VÁZQUEZ (IEE)  
Diseño y maquetación: JPM GRAPHIC, S.L.  
C/ Martín Machío, 15 • 28002 Madrid  
Tel.: 911 812 210  
Correo: [jpm@jpm.es](mailto:jpm@jpm.es)  
Impreso por FRAGMA  
Avda. de América, 22  
Tel.: 913 555 623  
Correo: [america@fragma.es](mailto:america@fragma.es)  
*Printed in Spain* · Impreso en España

# ÍNDICE

Las políticas de oferta nos sacarán de la crisis .....	5
La coyuntura internacional sigue siendo débil .....	6
Comienza a verse luz al final del túnel.....	11
Ritmo desigual en el proceso de corrección de los desequilibrios .....	17
Un camino de salida repleto de tentaciones .....	20
Fragmentación y dificultades de financiación.....	22
Una batalla política: más y mejores reformas.....	25
A la búsqueda de nuevos yacimientos .....	29



## Las políticas de oferta nos sacarán de la crisis

La economía mundial se encuentra en una situación de debilidad; por una parte, la zona euro está en recesión y Estados Unidos crece y crea empleo pero a un ritmo todavía moderado; por otra parte, las grandes economías emergentes han perdido dinamismo y su potencial de crecimiento se ha ralentizado. En el caso de China, tal circunstancia ha sido como consecuencia de los desequilibrios que ha acumulado en los últimos años; y en el caso de otras economías emergentes, debido a que la rigidez derivada de un exceso de regulaciones, intervencionismo, corrupción y escasez de infraestructuras, ha creado cuellos de botella que ponen límites al crecimiento económico; límites que ya se han alcanzado.

La salida de esta situación, tanto en el caso de los países desarrollados como en el de los emergentes, se halla en las políticas de oferta. En la eurozona deben abandonarse las tentaciones de remedios fáciles consistentes en «dopar» la economía con liquidez. La recuperación de las economías periféricas y el retorno de la confianza en los mercados, necesario para superar definitivamente la crisis de la deuda, requiere perseverancia en las políticas de consolidación fiscal y de reformas estructurales sin las cuales los países más afectados por la crisis no podrán ganar la competitividad y el dinamismo necesarios para poder funcionar dentro de una unión monetaria.

Las políticas monetarias no convencionales —de intensa expansión cuantitativa— encierran grandes riesgos, como se ha puesto de manifiesto recientemente, tras el anuncio, por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, del próximo inicio de la retirada de

*Situación de debilidad tanto entre las economías desarrolladas como en las emergentes*

*La solución solo puede venir de las políticas de oferta*

*Las políticas monetarias no convencionales encierran grandes riesgos*

---

\* Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en una reunión celebrada el día 23 de mayo de 2013, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

*En España la fase más aguda de la crisis llega a su fin*

*La mejoría económica no debe llevar al Gobierno a relajar las políticas de reforma estructural*

*La puesta en marcha de políticas de oferta, que atraigan a los inversores hacia proyectos productivos, es el camino*

*Moderado crecimiento mundial este año*

tales medidas. Este anuncio ha generado importantes turbulencias en los mercados financieros, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, y ha despertado el temor a un «pinchazo» en los mercados de deuda que podría desestabilizar los mercados, con graves consecuencias para la economía real.

**El ritmo de caída de la actividad económica en España se encuentra claramente en una tendencia de moderación**, lo que unido al avance en el saneamiento del sistema financiero y en la corrección de muchos de los desequilibrios generados en la etapa de crecimiento, el retorno de los flujos financieros procedentes del exterior y la notable reducción de la prima de riesgo, permite concebir fundadas esperanzas de que la fase más aguda de la crisis está tocando a su fin. Lo cual no quiere decir que, a la vuelta de la esquina, se encuentre el inicio de una etapa de expansión; más bien cabe esperar una fase de lenta recuperación hasta que el sistema financiero esté de nuevo en condiciones de conceder más crédito y los desequilibrios económicos terminen de ser corregidos.

Esta mejora de las perspectivas para la economía española no debe conducir a que el Gobierno relaje el grado de compromiso con la consolidación fiscal y con las reformas estructurales. **El retorno de la confianza de los mercados aún es tímido y frágil**, y si se percibe un abandono del camino que conduce a la sostenibilidad de las cuentas públicas y a la recuperación del potencial de crecimiento se frustrará el proceso de estabilización de la economía y de avance hacia la recuperación.

España está sentando las bases de su economía futura. Necesita restablecer la confianza, con un marco regulatorio sencillo y eficaz, que corrija los desequilibrios macroeconómicos generados en la última fase. Y precisa buscar nuevas fuentes de crecimiento mirando más a la economía real y menos a la especulativa. Son los inversores los que tienen la llave para arrancar de nuevo una economía que ha estado en el centro de las miradas de los mercados durante mucho tiempo. La **puesta en marcha de políticas de oferta**, que atraigan a los inversores hacia proyectos productivos, es el camino por el que España puede entrar en un círculo virtuoso que reactive la actividad económica, reduzca el desempleo y coloque el déficit público en niveles manejables.

### **La coyuntura internacional sigue siendo débil**

Tras el deterioro sufrido en el último trimestre del pasado año, **la debilidad ha seguido siendo el rasgo distintivo de la coyuntura económica mundial** en la primera mitad de este ejercicio, tanto entre

los países desarrollados como en los emergentes, aunque con una tendencia hacia la estabilización y un clima de mayor calma debido a la relajación de la crisis de la deuda europea. Aunque las tensiones resurgieron en marzo tras el anuncio del rescate a Chipre, la situación se tranquilizó rápidamente en pocas semanas. Las previsiones del Fondo Monetario Internacional apuntan a un crecimiento global, en 2013, muy semejante al registrado el año anterior, un 3,3%, que se reparte entre un 1,2% en las economías desarrolladas —tasa idéntica a la de 2012— y un 5,3% en las emergentes —ligera-mente por encima del año pasado, pero sensiblemente inferior a las tasas exhibidas en la década anterior—.

Tras el anuncio, en septiembre del año pasado, de las denominadas operaciones OMT (*Outright Monetary Transactions*) por parte del Banco Central Europeo (BCE), el escenario de una ruptura del euro ha sido descartado por los mercados, lo que ha generado un **clima de más tranquilidad**. Pese a ello, este plan es muy cuestionable, ya que supone la financiación monetaria de los déficits públicos, pone en riesgo el cumplimiento del objetivo de la estabilidad de precios y reduce la presión sobre los Gobiernos a la hora de adoptar las reformas estructurales necesarias para recuperar los equilibrios de sus economías y elevar su tasa de crecimiento potencial. Por otra parte, aunque se atribuye al lanzamiento de este plan el mérito de devolver la tranquilidad a los mercados, lo que se ha reflejado en el descenso de las primas de riesgo y el retorno —aún de forma tímida— de los flujos financieros hacia los países periféricos, esto no hubiera sido posible sin la firmeza de las políticas de consolidación presupuestaria y de reforma estructural.

En cualquier caso, la situación de fondo sigue siendo frágil y las tensiones podrían reproducirse ante cualquier acontecimiento inesperado, como puso de manifiesto el episodio de Chipre. La incertidumbre no ha desaparecido y sigue existiendo una gran desconfianza no solo en cuanto a la salud de las cuentas públicas sino también en cuanto a la solidez de las entidades financieras europeas. La política económica debe seguir centrada en el ajuste fiscal: la transparencia y el saneamiento del sistema financiero deben ocupar un lugar prioritario en la agenda de las autoridades comunitarias, y el objetivo del BCE debe seguir siendo la **estabilidad monetaria**.

De hecho, uno de los principales peligros a los que se enfrenta, en estos momentos, la economía mundial procede de la **agresiva política de expansión cuantitativa llevada a cabo por la Reserva Federal de Estados Unidos** a través de su programa de adquisición masiva de deuda pública —y de otros activos— por una cuantía de 85.000 millones de dólares mensuales. La enorme masa de liquidez en circulación, derivada de esta política, puede generar inestabilidad

*Las OMT, por sí solas, no pueden devolver la tranquilidad a los mercados*

*El objetivo del BCE debe seguir siendo la estabilidad monetaria*

*La retirada de las medidas de la Reserva Federal puede generar una gran inestabilidad en los mercados*

en los mercados financieros, que se sumaría al impacto alcista que ya ha inducido en los últimos años sobre los precios de algunas materias primas, y más concretamente del petróleo.

Uno de los riesgos es que, cuando la Reserva Federal comience a retirar el exceso de liquidez, podría provocar un «pinchazo» en los mercados de deuda pública de los países desarrollados, cuyas rentabilidades, en el caso de los países con calificaciones crediticias más elevadas, se encuentran en mínimos históricos absolutos. Esta situación podría presentarse en los próximos meses, ya que la autoridad monetaria norteamericana anunció en mayo, y posteriormente confirmó en junio, que, si las condiciones económicas son favorables, comenzaría a ralentizar el intenso ritmo de adquisición de títulos de deuda a finales de este año y finalizaría el programa de compras a mediados del próximo. El efecto sobre los mercados de deuda se sintió de inmediato en forma de incrementos en las rentabilidades.

*Riesgo  
de desestabilización  
en los países  
emergentes*

Otro riesgo procede del hecho de que **gran parte de dicha liquidez se ha dirigido hacia las economías emergentes**, que tras el mencionado anuncio de la Reserva Federal, afrontan el riesgo de una salida masiva de capitales de efectos muy desestabilizadores. De hecho, ya se han producido algunos indicios de movimientos en este sentido que han dado lugar a la depreciación de las divisas de muchos de estos países.

*Japón se suma  
a la política  
de adquisiciones  
masivas de deuda  
pública*

Por otra parte, cabe señalar que los riesgos derivados del exceso de liquidez a escala mundial se van a acrecentar ahora que **el Banco de Japón se ha sumado a la política de adquisiciones masivas de deuda pública**. La institución dio un vuelco a su política monetaria, en abril, anunciando que doblaría la masa monetaria en dos años con la intención de elevar la tasa de inflación hasta el 2%, lo que significa que va a adquirir la tercera parte de la deuda neta que emita el Gobierno japonés.

*Evolución  
moderadamente  
positiva  
de la economía  
estadounidense*

La economía de **Estados Unidos** creció un 0,4% en el primer trimestre de 2013. A diferencia de la zona euro, se ha mantenido en tasas positivas durante todo el año pasado. El rápido avance en el ritmo de desendeudamiento privado, la fortaleza del consumo y la expansión del mercado inmobiliario —que ha superado ya el pinchazo de su burbuja y experimenta una clara tendencia al alza en los precios— han impulsado un moderado crecimiento de la actividad económica y del empleo, inferior a su potencial pero firme. Pese a la política fiscal restrictiva que se ha puesto en marcha tras la entrada en vigor del denominado *sequestration* —recorte automático de gastos y aumento de ciertos impuestos como consecuencia de la falta de acuerdo entre demócratas y republicanos en cuanto a la política fiscal— todo apunta a que dicho ritmo de crecimiento se ha mantenido en el segundo trimestre.



No obstante, con un déficit público en torno al 10% del PIB en los últimos cuatro años y un endeudamiento público que en 2012 se situó en el 106% del PIB, **la consolidación fiscal se ha convertido en el gran reto de la economía norteamericana** y en un factor que lastimará su capacidad de crecimiento en los próximos años.

Por otra parte, la fuerte expansión monetaria y las condiciones relativamente favorables de la economía estadounidense no han afectado, de momento, a su tasa de inflación, que se mantiene bajo control. En abril registró un 1,1% en su índice general y un 1,7% en el subyacente, ambas cifras inscritas dentro de una trayectoria descendente.

Las cifras de la **economía japonesa** correspondientes a la primera mitad del año han sido positivas: el PIB avanzó un 1% en el primer trimestre y la tendencia sigue siendo favorable en el segundo, a tenor de los buenos resultados de los índices PMI; el crédito crece al mayor ritmo desde 2009 —aunque todavía moderado—, la confianza de los consumidores ha mejorado y la tasa de paro se sigue moviendo a la baja —en abril se situó en el 4,1%— si bien sobre esta última variable influye también la continua reducción de la población en edad de trabajar.

Pese a dichos resultados, aún es pronto para anunciar un aumento en el crecimiento tendencial de la economía nipona pudiendo tratarse de un repunte transitorio debido a la irregularidad que caracteriza la evolución trimestral de sus cifras de PIB. Por otra parte, la tasa de inflación sigue siendo negativa, aunque, tras el anuncio del Banco de Japón de la nueva política de expansión monetaria, el yen inició una trayectoria descendente que se espera ofrezca cierto impulso a las exportaciones y ayude a situar en positivo el crecimiento del IPC.

Las principales economías emergentes han ralentizado su crecimiento en el primer trimestre del año. El PIB de **China** ascendió un 1,6% en términos intertrimestrales frente a tasas de en torno al 2% registradas en los tres trimestres anteriores. Los buenos resultados obtenidos en los últimos años, a pesar del contexto de crisis mundial, han sido, en buena medida, consecuencia de políticas macroeconómicas, tanto fiscal como monetaria, fuertemente expansivas, cuyos efectos ya se han agotado. Además, el excesivo crecimiento del crédito a que dieron lugar ha originado una burbuja inmobiliaria y un severo problema de créditos incobrables que ha debilitado la salud de buena parte de su sistema financiero.

Al mismo tiempo, en este país **comienza a emerger un problema de exceso de capacidad productiva** instalada en numerosos sectores industriales, ocasionado por las facilidades de los últimos tiempos para obtener crédito unido a las políticas de subvenciones

*El gran reto es la consolidación fiscal*

*Positiva evolución de la economía japonesa en el primer trimestre del año*

*China ralentiza su crecimiento*

*Los desequilibrios chinos han reducido su potencial de crecimiento*

y apoyos de todo tipo a la inversión por parte de las autoridades chinas. Todo lo anterior, unido a una tendencia inexorable a la mejora de las condiciones salariales y laborales de sus trabajadores, que erosiona poco a poco su ventaja competitiva en costes a favor de otros países asiáticos, hace aventurar un descenso permanente en el potencial de crecimiento de la economía china —pese a lo cual seguirá siendo elevado—. Asimismo, las autoridades han comenzado recientemente a endurecer las condiciones monetarias con el fin de frenar el mencionado crecimiento del crédito, lo cual también repercutirá en una menor tasa de crecimiento.

*La India padece un importante problema de inestabilidad macroeconómica*

En el caso de la **India**, su ritmo de crecimiento desde 2011 es notablemente inferior —en torno a la mitad— del que venía ofreciendo desde aproximadamente 2005. También aquí se advierte un agotamiento de su potencial de crecimiento ante la ausencia de reformas estructurales, la corrupción, el excesivo intervencionismo, la falta de competencia y una asfixiante insuficiencia de infraestructuras. La elevada inflación, con tasas que se mueven en torno al 10%, y el déficit público, que en los últimos cinco años no ha bajado del 8% del PIB, son la manifestación de un problema crónico de inestabilidad macroeconómica que también ha terminado por minar la capacidad de crecimiento de la economía india.

*Brasil sufre cuellos de botella que frenan su crecimiento*

**Brasil** también presenta resultados decepcionantes. Su PIB creció el año pasado solo un 0,9% y las políticas de estímulo fiscal están mermando la solidez de sus cuentas públicas. El problema de este país también es de reducción de su capacidad de crecimiento a consecuencia de un intervencionismo y de un proteccionismo excesivos y de una notable escasez de inversión pública en infraestructuras, que ha creado auténticos cuellos de botella que imposibilitan la continuación de su crecimiento generando, al mismo tiempo, tensiones inflacionistas.

*La nueva presidencia de México crea favorables perspectivas*

En general, el crecimiento se desaceleró en las principales economías latinoamericanas en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, las perspectivas también apuntan a un crecimiento más moderado. Esta región va a ser la más afectada por la reducción en el crecimiento de China, ya que eso supondrá un freno a sus exportaciones de materias primas, que han constituido el principal motor de su expansión en los últimos años. La excepción podría ser **México**, si es que su nuevo presidente, Peña Nieto, lleva a cabo el ambicioso programa de reformas estructurales que ha anunciado, que, en caso de ponerse efectivamente en práctica, elevaría notablemente el dinamismo de esta economía y la convertiría en un polo de atracción de inversión extranjera.

La **zona euro** registró un descenso de su actividad en el primer trimestre de 2013 del 0,2%. Es el sexto trimestre consecutivo de

declive del PIB en el conjunto del área. Además de los países periféricos, otros centrales, como Francia, Holanda y Finlandia se encuentran ahora en recesión, mientras que la economía de Austria está estancada desde hace más de un año. Alemania, cuyo PIB retrocedió en el último trimestre de 2012, presentó un crecimiento mínimo del 0,1% en el primer trimestre de este ejercicio.

La tasa de paro de la eurozona sigue moviéndose al alza y en abril se situaba ya por encima del 12%, aunque existen diferencias importantes entre países: en un extremo se encuentra España, con un 26,8% en el mes de abril, y en el otro Alemania, con un 5,4%. La destrucción de empleo es generalizada en la mayoría de los países de la zona; las principales excepciones son Alemania, Irlanda y Austria.

Los indicadores disponibles relativos a los meses de abril o mayo apuntan hacia una **estabilización de la actividad en la industria**, pero no se observan mejorías claras en otras áreas. Los índices de confianza se mantienen en los mismos niveles del trimestre anterior y las ventas minoristas siguen descendiendo a un ritmo semejante. Sobre la economía europea sigue pesando el impacto contractivo, a corto plazo, de la necesaria consolidación fiscal, así como el fuerte ajuste al que se encuentran sometidas las economías periféricas y la frágil situación, todavía sin resolver, del sistema financiero europeo.

Pese a la abundancia de liquidez, la tasa de crecimiento de la masa monetaria (M3) se sitúa en torno al 3%, por debajo del objetivo del BCE del 4,5%, lo que constituye otro indicio, junto con los amplios diferenciales entre los tipos de interés cobrados por las entidades financieras de diferentes países, del **bloqueo en los canales de transmisión de la política monetaria**. El crédito al sector privado sigue reduciéndose, si bien a un ritmo algo más moderado que a finales del pasado año —un 0,9%—.

La tasa de **inflación**, aunque con altibajos, presenta una trayectoria descendente. En mayo se situó en el 1,4% en su índice general, y en un 1,3% el subyacente, en ambos casos por debajo del límite del 2%. Los tipos de interés a corto plazo se han estabilizado en la primera mitad del año, en el caso del Euribor a tres meses en torno al 0,20%, y en el del Euribor a un año en el 0,50%.

## Comienza a verse luz al final del túnel

En el primer trimestre de 2013 el PIB de España decreció un 0,5%, frente a una caída del 0,8% en el trimestre anterior. La **ralentización del ritmo recesivo** obedeció al retroceso menos acusado de la demanda nacional —un 0,7% frente a un 2% en el cuarto trimestre

*Sexto trimestre consecutivo de declive del PIB en el conjunto del área euro*

*Se espera una estabilización en la segunda mitad del año*

*Crecimiento reducido de la masa monetaria*

*La inflación está controlada*

*España: se suaviza el ritmo de caída del PIB*

de 2012— que compensó la menor aportación al crecimiento del sector exterior. Desde el inicio de la crisis, en el segundo trimestre de 2008, la economía española acumula una caída del 7%. En contraste, el descenso acumulado de la eurozona es del 3,3%.

*El consumo tiende a estabilizarse*

La caída del **consumo privado** se moderó notablemente, hasta un 0,4% desde un 2% en el trimestre precedente, si bien hay que tener en cuenta que sobre el último trimestre de 2012 pesaron muy negativamente ciertos factores, como la compensación del adelanto del consumo hacia el trimestre anterior a consecuencia de la subida del IVA y de la supresión de la paga extraordinaria de los empleados públicos.

En los meses más recientes, algunos indicadores de consumo, como las ventas minoristas y las ventas de grandes empresas de bienes de consumo, están frenando con gran rapidez su caída; además, las matriculaciones de automóviles están aumentando, lo cual, a pesar de que este último resultado está influido por los incentivos del plan PIVE 2, constituye otra prueba de dicha tendencia a la estabilización de esta variable macroeconómica.

*El consumo no se recuperará a medio plazo*

Aunque **todavía no cabe esperar una recuperación inmediata** de la misma, dado que los fundamentos sobre los que se sustenta siguen siendo muy débiles —el empleo va a seguir descendiendo, la renta de los hogares sigue cayendo y la tasa de ahorro de estos está en mínimos históricos—, se espera que dicha estabilización sea más clara a medida que avancen este año y el próximo. Consiguientemente, la previsión de crecimiento de esta variable para el conjunto de 2013 es del -3%, mientras que para 2014 se espera un resultado del -0,1%.

*La inversión empresarial volverá a crecer en 2014*

La inversión en maquinaria y bienes de equipo registró un ligero crecimiento del 0,1% en el primer trimestre de este año, aunque este resultado sigue a una intensa caída del 5,2% en el trimestre anterior. No supone, por tanto, un cambio en la tendencia en esta variable que sigue siendo decreciente. El índice de confianza industrial continúa en niveles muy reducidos; los resultados de las empresas, según la central de balances del Banco de España, son negativos; y el crédito aún no se ha recuperado.

En consecuencia, **la inversión empresarial seguirá retrayéndose** en los próximos trimestres, aunque hacia el final del año podrían comenzar a observarse señales de cambio de tendencia, a medida que el saneamiento del sistema financiero comience a trasladarse a una mayor disponibilidad de crédito y las empresas hayan mejorado su situación financiera y sus resultados económicos —gracias, esto último, a la reducción de los costes laborales—, además de por el estímulo derivado de las exportaciones. En consecuencia, mientras en 2013 esta variable podría caer un 3,5%, para 2014 se espera ya un crecimiento del 2,5%.

En cuanto a la **inversión en construcción**, mientras que la residencial ha seguido cayendo al mismo ritmo intenso que se viene observando desde hace más de un año, la inversión en otras construcciones ha mantenido una tendencia hacia la moderación de las caídas, si bien estas siguen siendo muy acusadas, mayores incluso que las de inversión en vivienda.

No se observa ningún síntoma de estabilización en estas variables. Sobre la inversión no residencial va a seguir repercutiendo negativamente el ajuste fiscal —a través del recorte del gasto en infraestructuras—, aunque cabe esperar que con una intensidad decreciente a medida que avance el año, ya que la caída acumulada ha sido tan fuerte que no es probable que se mantenga en los mismos términos. La construcción de viviendas continuará a la baja hasta que el mercado inmobiliario se estabilice, circunstancia que se encuentra todavía lejos de producirse a la vista de las intensas caídas que se siguen produciendo en las ventas y en los precios de las mismas, y la todavía escasa disponibilidad de crédito. Se estima una caída, para el conjunto de la inversión en construcción, del 9% y del 4% en 2013 y en 2014, respectivamente.

Aunque las **exportaciones** totales se redujeron en el primer trimestre del año, esto obedeció a la caída de las exportaciones de servicios, cuya evolución trimestral es muy irregular —si bien dentro de una clara tendencia favorable—, mientras que las exportaciones de bienes se incrementaron un 1,2%. La actual coyuntura mundial, poco estimulante, no va a hacer posible un desempeño especialmente brillante en el presente año para esta variable, que crecerá en torno al 4,3%, aunque el año que viene las condiciones externas más expansivas permitirán un comportamiento más dinámico, un 6%.

En el primer trimestre **se ha mantenido el patrón geográfico** observado desde el inicio de la crisis, con un comportamiento de las exportaciones de bienes hacia los países no pertenecientes a la UE mejor que el de las exportaciones hacia los países comunitarios: mientras aquellas crecieron un 1,5%, las últimas registraron una caída del 3,3%.

Las **importaciones**, por su parte, presentaron un descenso en todos sus componentes, resultado, como viene siendo habitual, de la debilidad de la demanda nacional. Este patrón se va a mantener durante el resto del año, estimándose una variación, para el conjunto del mismo, del -3,5%. Para 2014 se espera que ya ofrezca un resultado positivo, del 1,6%.

Desde la perspectiva de la oferta, el VAB descendió en todos los sectores en el primer trimestre del año. En el caso de la **industria manufacturera** dicho descenso fue sensiblemente menor que en el trimestre anterior, un 0,6%, tal y como habían avanzado indicadores

*No hay indicios de estabilización en la inversión en construcción*

*Las exportaciones siguen creciendo*

*Se mantiene el patrón geográfico de las exportaciones*

*Las importaciones siguen reflejando la debilidad de la demanda nacional*

*La caída de la actividad industrial también parece ralentizarse*

como el índice de producción industrial, el índice PMI o las ventas de grandes empresas de bienes industriales. Aunque los indicadores correspondientes a abril no apuntaban una mejoría de los resultados, los pocos que hay disponibles relativos a mayo —el índice de confianza industrial, el índice PMI y el número de afiliados a la Seguridad Social— sí son más favorables. Esto podría indicar una continuación de la senda de desaceleración de las caídas.

*No hay expectativas de mejoría en la construcción*

En la **construcción**, la caída de la actividad en los tres primeros meses del año fue semejante al trimestre precedente, un 0,7%. Los principales indicadores, como el consumo de cemento, los visados de obra nueva, la licitación oficial o la cartera de pedidos, presentan un ritmo de caída constante, sin indicios que apunten hacia una desaceleración de la misma; salvo el número de afiliados, que en los meses de abril y mayo ha moderado algo su descenso.

*Los servicios podrían incluso volver a crecer en el segundo trimestre*

La actividad en los **servicios** relacionados con la Administración Pública, sanidad y educación sufrió un retroceso muy acentuado en el primer trimestre pero en el resto de los servicios la variación del VAB fue prácticamente nula. En lo que se refiere al sector turístico, la entrada de visitantes y el gasto de estos han arrojado crecimientos en el primer trimestre del año.

Con respecto a la evolución más reciente, la mayoría de los indicadores se refieren al mes de abril y no ofrecen resultados claros, pero los escasos referidos a mayo, como el índice PMI, el indicador de confianza del sector y, sobre todo, los afiliados a la Seguridad Social apuntan más claramente hacia una consolidación de la tendencia hacia la mejoría.

*La evolución del empleo confirma la tendencia a la estabilización de la economía*

La caída del **empleo** también se suavizó en el primer trimestre del año. Conforme a la Contabilidad Nacional, esta fue del 1,3%, mientras que la EPA indicaba un descenso del 1,1%. Se puede estimar que en torno a la tercera parte de dicho descenso fue de empleo público. La tasa de paro se elevó al 27,2% frente a un 26% en el trimestre anterior. La tendencia que se había observado desde el último periodo de 2011 hasta el tercero de 2012, de incremento en el empleo no asalariado, no ha tenido continuación ni en el cuarto de 2012 ni en el primero de 2013.

*El descenso de la población activa contiene el incremento de la tasa de desempleo*

Uno de los rasgos más significativos de la evolución reciente del mercado laboral es que el número de desempleados, tanto en el último trimestre del pasado año como en el primero del actual, creció mucho menos que la caída del empleo. Esto se explica por el **descenso de la población activa**, debido, en parte, a un ligero descenso en la tasa de actividad —es decir, al abandono del mercado de trabajo probablemente por el efecto desánimo— pero, sobre todo, por la reducción de la población en edad de trabajar como consecuencia del retorno de inmigrantes a sus países de origen.

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA

(% de variación sobre año anterior, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2014
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,7</b>
Consumo de los hogares	-2,1	-3,0	-0,1
Consumo público	-3,7	-4,4	-1,8
Formación bruta de capital fijo	-9,1	-7,0	-1,6
— Maquinaria y bienes de equipo	-6,7	-3,5	2,5
— Construcción	-11,5	-9,0	-4,0
Demanda nacional (aportación al crecimiento del PIB)	-3,9	-3,9	-0,6
Sector exterior (aportación al crecimiento del PIB)	2,5	2,4	1,3
Exportación de bienes y servicios	3,1	4,3	6,0
Importación de bienes y servicios	-5,0	-3,5	1,6
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:			
— Variación en miles	-768,7	-578,1	-63,8
— Variación en porcentaje	-4,4	-3,5	-0,4
Tasa de paro	25,0	27,1	26,9
<b>PRECIOS Y COSTES</b>			
Precios de consumo (media anual)	2,4	1,8	1,3
Remuneración salarial media	-0,3	0,8	0,2
Costes laborales unitarios	-3,4	-1,2	-0,9
<b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-1,1	1,0	2,0
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>			
Déficit (-) o superávit (+)	-7,0	-6,3	-5,2

Fuentes: Para 2012, INE y Banco de España; para 2013 y 2014, Instituto de Estudios Económicos.

*El empleo dejará de caer a lo largo del próximo año*

Conforme a las cifras de afiliación a la Seguridad Social, **la tendencia a la desaceleración en el ritmo de destrucción de empleo ha sido incluso más acusada** en los meses de abril y mayo. Lo mismo ocurre con el incremento de paro registrado, y todo ello está en consonancia con la evolución menos negativa que presentan la mayoría de los indicadores económicos. No obstante, no se espera, al menos para este año, el final del ciclo de destrucción de empleo. La caída de este llegará, en el conjunto de 2013, a un 3,5%, lo que equivale a 578,1 miles de ocupados en términos de Contabilidad Nacional, frente a una pérdida de 768,7 miles de puestos de trabajo el año pasado. En 2014 se estabilizará el mercado laboral, esperándose una pérdida de unos 63,8 miles de empleos.

*El PIB volverá a crecer en la segunda mitad del año*

En suma, se confirma el escenario de progresiva estabilización de la economía española, de modo que en el tercer o cuarto trimestre de este año podríamos comenzar a registrar **crecimientos del PIB**, si bien aún muy tímidos. La relajación de la crisis de la deuda y la tímida recuperación de la confianza, en parte por el anuncio de las OMT desde el BCE, y en parte también por el compromiso con el ajuste fiscal y las reformas estructurales, han creado el marco de tranquilidad y de mayor certidumbre imprescindible para que la economía toque fondo y comience a recuperarse.

*La confianza del exterior retorna lentamente*

Así, a finales de abril la rentabilidad de la deuda a diez años descendió por debajo del 4%, frente a un máximo del 7,5% registrado en julio del año pasado, en el momento más duro de la crisis de la deuda, mientras que la prima de riesgo se situó por debajo de los 300 puntos. No obstante, a partir de mayo la rentabilidad inició una suave tendencia ascendente que la ha vuelto a elevar por encima del 4%, aunque con un ascenso mucho más contenido de la prima de riesgo, ya que los incrementos en las rentabilidades han sido generalizados en todos los mercados de deuda, incluido el de deuda alemana, como consecuencia del anuncio de la Reserva Federal de la retirada de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez. En cualquier caso, es una rentabilidad asumible que no pone en peligro la **solvencia del Estado**.

*Los fundamentos comienzan a ser más favorables*

Por otra parte, el **saneamiento del sistema financiero español** está muy avanzado y comenzará a dar sus frutos en forma de mayor disponibilidad de crédito a comienzos del año próximo. Los efectos benéficos de la reforma laboral también van calando poco a poco y creando condiciones más favorables para el sostenimiento de la actividad económica. A todo ello se une el efecto del propio funcionamiento de los mecanismos del ciclo económico gracias al avance en el proceso de corrección de los desequilibrios generados durante la etapa de crecimiento.

No obstante, el final de la etapa recesiva no significa que estemos a las puertas de una recuperación vigorosa. Los fundamentos



de la demanda nacional van a seguir siendo muy débiles, debido a la continuación del proceso de desapalancamiento del sector privado, a la lenta absorción del exceso de viviendas construidas en los años de expansión y a la necesidad de proseguir, si bien a menor ritmo, con el proceso de consolidación fiscal. Por todo ello, **2014 será el año del inicio de la recuperación pero esta será todavía lenta**, con una escasa capacidad de creación de empleo y sustentada básicamente sobre las exportaciones. En consecuencia, la previsión de crecimiento económico para el conjunto de 2013 es de un -1,5%, y la de 2014 de un 0,7%.

*La recuperación será muy lenta*

### Ritmo desigual en el proceso de corrección de los desequilibrios

La **balanza de pagos por cuenta corriente** registró en 2012 un déficit del 1,1% pero dicho déficit se concentró en la primera mitad del año, mientras que en la segunda mitad el saldo fue superavitario, al igual que la capacidad de financiación de la economía. El saldo comercial en el conjunto del ejercicio también fue superavitario descomponiéndose este en un déficit en la balanza comercial de bienes y un superávit en la balanza de servicios. En cuanto al déficit de bienes, obedeció a la elevada factura por la importación de productos energéticos, ya que, descontando estos, el saldo fue excedentario.

*El desequilibrio exterior prácticamente ya se ha corregido*

La tendencia progresiva a la mejora de nuestra posición exterior iniciada con la crisis ha tenido continuidad en el primer trimestre de este año, en el que la balanza por cuenta corriente arrojó un saldo negativo, pero debido enteramente a motivos estacionales siendo lo más relevante el hecho de que dicho saldo fue inferior en un 81,5% al registrado en el mismo periodo del año pasado. Todo apunta a que esta tendencia va a mantenerse y **las previsiones indican un saldo superavitario por cuenta corriente** que podría ascender al 1% del PIB este año, y al 2% el próximo.

*A partir de este año el saldo por cuenta corriente ya será superavitario*

Con respecto a la cuenta financiera de la balanza de pagos, destaca la vuelta a flujos de entrada netos en los últimos meses de 2012, tras las abultadas salidas netas de capitales que habían tenido lugar desde mediados de 2011 como consecuencia de la crisis de la deuda. No obstante, para el conjunto del ejercicio, el saldo fue negativo. En los primeros meses de este año se han seguido registrando saldos superavitarios, otra manifestación del **retorno de la confianza de los mercados**. Esto significa que las condiciones de financiación de la economía española están siendo menos restrictivas, lo que se traduce en una menor contracción del crédito interno que la que tendría lugar de mantenerse la situación anterior, y la posibilidad

*Vuelve la inversión extranjera*

*Aumenta la tasa de ahorro nacional*

para grandes empresas y para el Estado de financiarse a un coste más asumible.

Desde la perspectiva del equilibrio entre **ahorro e inversión**, la mejora del saldo exterior en 2012 obedeció a la conjunción entre un aumento de la tasa de ahorro y un descenso de la tasa de inversión. El incremento de la tasa de ahorro procedió del aumento del ahorro de las empresas y el descenso del desahorro de las Administraciones Públicas, mientras que la tasa de ahorro de los hogares descendió desde el 11% de la renta disponible bruta en 2011 hasta un 8,1% en 2012.

*Cae la tasa de ahorro de los hogares*

Esta reducción de la capacidad de ahorro de los hogares procede de la caída de su renta disponible bruta, que en 2012 se redujo un 2,7% en términos nominales, y un 5% en términos reales. El **consumo de los hogares** en cifras nominales apenas varió con respecto al año anterior, lo que significa que las familias han reducido su volumen de gasto, pese a lo cual su ahorro descendió como consecuencia del descenso aún más intenso de su renta. Es decir, el ahorro ha disminuido no por una mayor confianza hacia el futuro sino por la imposibilidad de los hogares de restringir más su gasto ante la caída de su renta.

*El desendeudamiento de los hogares avanza a paso lento*

La menor capacidad de ahorro se ha traducido en la generación de un menor excedente financiero por parte de las familias, lo que dificulta el proceso de desapalancamiento de estas. Así, si el desequilibrio externo ya se puede decir que se ha corregido plenamente, el ajuste de este otro desequilibrio, el del **endeudamiento de los hogares**, avanza a paso lento: la *ratio* de deuda en relación al PIB se situó a finales de 2012 en el 123,6%, siete puntos porcentuales menos que el máximo alcanzado en 2007.

*Las empresas reducen su deuda mucho más rápidamente*

Las **empresas no financieras** han generado, en los últimos tres años, una capacidad de financiación neta positiva —es decir, un excedente financiero— y creciente, que en 2012 ascendió al 3,5% del PIB. Según las cifras de Contabilidad Nacional, esto fue posible por el aumento del excedente bruto de explotación unido al descenso de los pagos por intereses y la reducción de la inversión. Gracias a ello, las empresas españolas han reducido, de forma muy intensa, su *ratio* de endeudamiento, hasta el 130,7% del PIB, casi 12 puntos porcentuales menos que el máximo alcanzado tan solo dos años antes.

*El déficit público en 2012 se redujo en dos puntos porcentuales*

En cuanto a las Administraciones Públicas, en 2012 registraron un déficit del 10,6% del PIB, que se reparte del siguiente modo: un 7,8% la Administración Central, un 1,8% las Comunidades Autónomas, un 1% la Seguridad Social y un 0,1% las Corporaciones Locales —siempre en términos de Contabilidad Nacional—. No obstante, si se excluye el déficit derivado de las pérdidas por las ayudas a las entidades financieras, el saldo final es un **déficit** del 7% del PIB,

dos puntos porcentuales menos que el de 2011, contabilizado en los mismos términos.

Hasta abril de 2013, la Administración Central presentó un saldo del -2,3% del PIB, las Comunidades Autónomas un -0,3% y las Administraciones de la Seguridad Social un 0,4%. Los ingresos impositivos se habían reducido, en el mismo periodo, en un 6,8% —en términos presupuestarios—, mientras que los gastos estaban creciendo a mayor ritmo de lo presupuestado, sobre todo como consecuencia del aumento de los pagos por intereses. No obstante, los primeros meses del año son poco representativos debido a diferencias de calendario en la recaudación, devoluciones, etc. En el caso de la **Seguridad Social**, se ha acelerado el ritmo de caída de los ingresos por cotizaciones sociales, que hasta abril habían descendido un 3,8% sobre el mismo periodo del año anterior, al igual que el ritmo de crecimiento del gasto en pensiones, que aumentaron un 4,8%. Esto ha obligado al Estado a incrementar las transferencias dirigidas a este organismo.

La **tasa de inflación** mantiene una trayectoria descendente, aunque ha registrado un repunte transitorio en mayo hasta el 1,7%. De no producirse cambios en la imposición indirecta, ni modificaciones normativas que afecten a los precios finales al consumo, la senda descendente se recuperará en julio, como consecuencia del final de los efectos escalón introducidos en la tasa interanual por diversas medidas adoptadas el pasado año, como el cambio en la financiación de los medicamentos, la subida del IVA o el incremento de tasas. A esto se unirá la ausencia de presiones inflacionistas por el lado de la demanda. Se estima que la tasa media anual se situará este año en torno al 1,8%, y el próximo en el 1,3%, frente a un 2,4% registrado el pasado año.

El **diferencial de inflación con respecto a la media de la zona euro** es ligeramente positivo pero hay que tener en cuenta que una parte importante de la tasa de inflación actual es el resultado de factores exógenos, concretamente de las medidas regulatorias mencionadas. Excluyendo dichos efectos, nuestra tasa de inflación estaría incluso algo por debajo de la media europea. Otros indicadores de precios, como el índice de precios industriales, también presentan crecimientos contenidos: el índice general registró un -0,5% en abril y el índice que excluye los productos energéticos un crecimiento del 1,4%.

Otro de los ámbitos en los que se han producido grandes progresos en los últimos años es en la **recuperación de competitividad-costes**, medida a través de los costes laborales unitarios, gracias al intenso crecimiento de la productividad y al reducido crecimiento de las remuneraciones salariales. Esto último viene determinado, en

*Difícil situación  
de las cuentas  
de la Seguridad Social*

*La tasa de inflación  
se mueve a la baja*

*El diferencial  
de inflación  
está influido  
por medidas de política  
económica adoptadas  
el pasado año*

*Intensa recuperación  
de competitividad-  
costes*

*Moderación salarial,  
acentuada  
por la reforma laboral*

parte, por la presión derivada de la elevada tasa de desempleo y, desde hace un año, también por el efecto de la reforma laboral.

Así, las **remuneraciones por asalariado** —según las cifras de la Contabilidad Nacional— se redujeron el año pasado un 0,7%, si bien este resultado negativo ha estado muy influido por la retirada de la paga extraordinaria a los empleados públicos; si atendemos a los sectores de mercado no agrarios —es decir, industria, construcción y servicios no relacionados con la Administración Pública—, el crecimiento fue del 0,7%. En estos mismos sectores, en el primer trimestre de este año, el resultado anterior se había convertido en un descenso del 1%. Según otro indicador, la estadística trimestral de costes laborales, la variación salarial —en el conjunto de la economía— en el primer trimestre del año fue del -1,8%; y finalmente los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos han sido, en los primeros meses del año, del 0,6%, que contrasta con el 2,2% pactado en los mismos meses del pasado año.

*Continúa  
el crecimiento  
de la productividad*

La **productividad**, por su parte, que el pasado año se incrementó un 3,2%, al inicio de este aumentó a un ritmo del 2,6%. En conjunción con la evolución salarial mencionada, esto se ha traducido en un descenso de los costes laborales unitarios del 3,4% en 2012, siendo el tercer año consecutivo de bajadas. Esta senda decreciente se mantenía al inicio de 2013, para el conjunto del cual se espera una variación del -1,2%, que se moderará hasta el -0,9% en 2014.

*La reducción  
de los costes laborales,  
imprescindible  
para la recuperación  
económica*

Esta **reducción de costes**, en la que se ha avanzado notablemente, constituye uno de los procesos que la economía debe llevar a cabo para que se creen las condiciones necesarias que inicien la recuperación. Por medio del mismo, las empresas recomponen sus márgenes de beneficio, sanean sus balances y se hacen más competitivas frente al exterior, hasta que, por fin, se encuentran en condiciones de iniciar un nuevo ciclo inversor, punto de inicio de la recuperación del empleo, del consumo y de la actividad económica en general.

## Un camino de salida repleto de tentaciones

*Estamos  
ante una oportunidad  
no solo de cambiar  
la tendencia sino  
también de sanear  
la economía española*

La crisis que lleva azotando buena parte de los países desarrollados alrededor de cinco años, ha dejado al descubierto los desequilibrios macroeconómicos de algunos de ellos cuestionando el modelo de crecimiento en el que basaron la construcción de su Estado del Bienestar. Los graves problemas estructurales, junto con la tardanza en reaccionar ante la nueva situación que se planteaba, justifican el hecho de que España sea uno de los países más afectados. Después de un intenso reajuste, se empieza a tocar fondo. **Afrontamos**

**momentos decisivos**, un punto de inflexión, una oportunidad no solo de cambiar la tendencia sino también de sanear la economía española corrigiendo algunas de sus deficiencias más esenciales y estableciendo las bases para garantizar el crecimiento a largo plazo. Sin embargo, las dificultades para llevar a cabo esa tarea son todavía muchas y, quizás, una de las amenazas más peligrosas sea la de la complacencia con lo logrado hasta el momento.

Entre los aspectos más positivos en el panorama económico destaca la **rebaja del déficit público** desde el 11% hasta el 7% en términos de PIB. Su aplicación a la hora de poner en marcha las reformas necesarias le ha granjeado la confianza de la Comisión Europea, que le concederá, si el informe que debe presentar en octubre es de su agrado, dos años más para rebajar el déficit público hasta el 3%. El objetivo para este año sería, por lo tanto, de 6,5%; el de 2014, 5,8%; 4,2% en 2015; y 2,8% en 2016. El Gobierno parece haber embridado, por otra parte, el gasto autonómico, a pesar de las tensiones surgidas en los últimos meses a cuenta del distinto grado de cumplimiento del objetivo por parte de las diferentes Comunidades Autónomas. La discusión política está enturbiando, en este caso, el debate puramente económico, pero todo apunta a que, finalmente, todas las Comunidades Autónomas seguirán, en mayor o menor medida, haciendo un esfuerzo en la contención del gasto para reducir sus respectivos déficits.

**El panorama financiero va también aclarándose.** La inyección llegada desde Europa, las fusiones y absorciones de las entidades más problemáticas, especialmente las Cajas de Ahorro y la creación del «banco malo», la Sareb, han permitido consolidar los balances de muchas de estas entidades, aunque el crédito no fluya ni mucho menos con la alegría que lo hizo en otras épocas. España ha ganado, en los últimos tiempos, en **competitividad**, especialmente por la contención de los costes laborales que en estos momentos se encuentran por debajo de los de, por ejemplo, Italia o Francia. La reforma laboral y el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva han moderado los salarios y evitado la destrucción de una buena cantidad de empleos, que algunos estudios fijan en torno a los 300.000. El número de funcionarios, por su parte, se ha reducido considerablemente. Desde que en el primer trimestre de 2011 se alcanzara el máximo, el empleo público se ha rebajado en 374.800 personas, con el consiguiente ahorro para las Administraciones.

Por cuarto mes consecutivo (marzo, abril, mayo y junio) ha descendido el paro registrado, situándose en 4.763.480 personas en junio, según los Servicios Públicos de Empleo. En junio aumentó, asimismo, el número de afiliados a la Seguridad Social, aunque solo un 0,16%. La tendencia es esperanzadora, aunque contrasta con los

*Entre los aspectos más positivos destaca la rebaja del déficit público*

*El panorama financiero va también aclarándose. España ha ganado en competitividad*

*Mejora de la balanza por cuenta corriente*

números que arroja la Encuesta de Población Activa, mucho más negativos. Probablemente el mejor dato de la economía española en mucho tiempo es el de la **mejora de la balanza por cuenta corriente**, que en marzo registró un superávit de 1.387 millones de euros, especialmente por el buen comportamiento de la balanza comercial. Y no solo por la reducción de las importaciones, que también, sino por el aumento de las exportaciones. Cada vez son más las empresas españolas que emprenden la vía de la exportación y cada vez lo hacen a más países. La prima de riesgo, protagonista absoluta hace no mucho, ya no es la principal preocupación del Ejecutivo dado que esta se ha moderado considerablemente situándose en torno a los 300 puntos, muy lejos de los valores de hace apenas unos meses, lo que ha contribuido a aliviar los costes de financiación.

*La sociedad española  
todavía afronta  
enormes dificultades*

Tanto en Europa como en España el discurso sobre la austeridad se complementa con el del crecimiento. Y es que no hay que olvidar que si la primera es una política económica, el segundo es un objetivo, con lo que oponerlos no es más que un mal ejercicio dialéctico. En Europa ya se habla sin ambages de que, sin crecimiento, el éxito de la recuperación y de la consolidación no sería completo. Este panorama no puede hacer olvidar las enormes **dificultades que todavía afronta la sociedad española**. El elevado nivel de desempleo, que se sitúa en el entorno del 27%, la falta de crédito que sufren de manera muy acusada las pymes, la atonía de la actividad económica, que lastra el PIB, el elevado déficit público, las posibles complicaciones en el sector financiero, la fragmentación europea del mercado del crédito, con el consiguiente aumento del coste para las empresas españolas, el «efecto histéresis» del paro, es decir, las dificultades estructurales para hacerlo descender, o la debilidad de la demanda interna son amenazas que siguen estando presentes en el horizonte más cercano.

El Ejecutivo español se enfrenta, de hecho, a tres grandes problemas con los que tendrá que lidiar próximamente: uno financiero, otro político y un tercero de economía puramente real. Y debe hacerlo con determinación e imaginación, porque la magnitud de la crisis es excepcional.

### **Fragmentación y dificultades de financiación**

*Es importante  
restablecer el flujo  
de crédito*

El primero de ellos es lo que podemos considerar un problema financiero. Básicamente el crédito es escaso y caro comparado con otros países de nuestro entorno. La exposición al ladrillo ha lastrado los balances de bastantes entidades financieras, especialmente los de las Cajas. Todavía hay muchos activos inmobiliarios en los

libros de cuentas. El precio de la vivienda se ha rebajado alrededor de un 33% y se espera que siga cayendo hasta el 50% o incluso más, si bien es verdad que no en todas las regiones de España el mercado va a comportarse de igual manera. En este aspecto hay mucho trabajo por delante y en varias direcciones. **Es importante restablecer el flujo de crédito** para no estrangular la actividad cotidiana de muchas empresas ni las inversiones futuras. Para ello es imprescindible continuar aplicando parámetros de exigencia a las entidades financieras, al tiempo que se desarrollan medidas para que el dinero termine en las manos de los que lo necesitan para hacerlo productivo. Hay que poner en marcha medidas que contribuyan a aminorar el riesgo para las entidades, a la vez que garantizan que los créditos sean concedidos. Los avales públicos de los seguros de riesgo, propiciar la agrupación de pymes con intereses similares, especialmente en la actividad exportadora, y la mejora en la transparencia en las cuentas de las pymes, con auditores externos y balances que incorporen el consolidado, deben ser algunas de ellas. Otras son de ámbito europeo. Se mira con cierta expectación al Banco Europeo de Inversiones, que puede ser el instrumento por el que se haga llegar directamente el crédito por parte de Europa a sus pymes.

Pero si es importante restablecer un cauce adecuado por el que circule el crédito, no lo es menos el hecho de **recuperar algunos de los valores básicos de nuestro sistema económico**. La figura del socio inversor y de las compañías de capital-riesgo deben tener una presencia real, a todos los niveles, para dinamizar la economía española, excesivamente dependiente del crédito concedido por las entidades financieras que también deberían recuperar su papel de «agencias de intermediación» entre los que quieren convertir su ahorro en inversión y aquellos que lo necesitan para materializar sus ideas. Las políticas públicas en este campo, un territorio poco explorado del potencial español, abarcan gran variedad de actuaciones, desde el estímulo fiscal a los inversores hasta la implicación efectiva de los recursos públicos, tanto de personal como físicos, en el desarrollo de este tipo de iniciativas. Se trata, en definitiva, de recuperar el protagonismo de la inversión privada directa que complementa a la crediticia institucionalizada, tanto cuando las necesidades de capital sean muchas como cuando sean escasas. Las relaciones entre socios y la ganancia o la pérdida de los implicados responderían a patrones bastante diferentes de los que actualmente se establecen al poner en marcha iniciativas empresariales. Es, pues, necesario aligerar el componente crediticio de los libros de cuentas cambiándolo por el de inversión productiva, en un mercado en el que las más brillantes ideas compitan por conseguir los mejores inversores de su entorno, independientemente de las cantidades. Los poderes públicos

*Se deben recuperar algunos de los valores básicos de nuestro sistema económico*

*Es necesario reducir  
la fragmentación  
del mercado financiero*

pueden ejercer una función mediadora y de salvaguardia para no desperdiciar talento ni dinero en caso de que ambos no sean capaces de encontrarse.

Otro aspecto en el que hay que incidir es en la **reducción de la fragmentación del mercado financiero**. La Europa del Mercado Común, la de la libre circulación de capitales, no concede créditos en función de la solvencia y del potencial del cliente sino que, en gran parte, el interés que se debe pagar está en función del país en el que tenga su sede la empresa. Las pymes están sufriendo de manera muy intensa esta circunstancia. En el caso de España, nuestras empresas son penalizadas soportando mayores cargas financieras que las alemanas, por ejemplo. Según un reciente informe de Funcas, en España «las pymes están pagando por su financiación (considerando préstamos inferiores a un millón de euros) 105 puntos básicos más que la media de la zona euro, mientras que el resto de las empresas (por préstamos superiores a un millón de euros) paga un sobrecoste de 35 puntos básicos». Las pymes españolas se están financiando un 35% más caro que la media de la eurozona y un 77% más que las alemanas.

*Parece que los tipos  
de interés bancarios  
responden más  
a la prima de riesgo  
soberana que  
a los tipos  
de intervención fijados  
por el Banco Central  
Europeo*

Parece ser, pues, que los **tipos de interés bancarios** responden más a la prima de riesgo soberana que a los tipos de intervención fijados por el Banco Central Europeo. A este respecto resulta muy interesante la teoría de Daniel Gros, del Centro para los Estudios de Política Europea (CEPS), en la que defiende que el principal componente de la crisis de deuda soberana no es la deuda pública sino la deuda pública en manos extranjeras. Bélgica y Portugal ejemplifican, para Gros, dos extremos. El primero, a pesar de su elevada deuda y de su más que complicada situación política, incapaz de formar gobierno durante más de un año, ha sufrido poco los embates del mercado; mientras que el segundo se vio obligado a solicitar el rescate, a pesar de que sus números, en lo que se refiere al aspecto fiscal, no eran peores que los de Francia. Gros encuentra una explicación en su elevada deuda externa, especialmente en la de su sector privado (sus bancos y sus empresas). España tenía, a finales de 2011, más del 55% de su deuda pública en manos de no residentes. A mediados de 2012 la cifra se había rebajado a menos del 35%. En estos momentos se ha recuperado y roza el 40%. La deuda española parece atraer de nuevo la atención de los no residentes.

*Es urgente  
que se avance  
en la unión bancaria  
europea*

Para poner freno a la fragmentación del mercado financiero **es urgente que se avance en la unión bancaria europea**. España está apostando por una verdadera unión, mientras que otros Estados no lo están haciendo y quieren una unión limitada. Hay, más o menos, acuerdo en la puesta en marcha del «mecanismo único de supervisión» (SSM), con el Banco Central Europeo como protagonista. La



institución acaba de publicar su Informe Anual de 2012. En él afirma que para este mismo año «se espera que la propuesta de la Comisión Europea para el establecimiento del SSM sea consistente con el objetivo de aumentar las prácticas de supervisión para un mercado único. El Banco Central Europeo es el mejor colocado para prevenir tales inconsistencias y se prevé crear un manual de actuación en conjunción con todos los supervisores de la Unión Europea, incluyendo el SSM». En el sector financiero español tienen claro que la unión bancaria aclara las reglas del juego, las hace iguales para todos y las estabiliza frente al alud de los últimos años de normativas financieras nacionales en los diferentes países. En este sentido, las labores de negociación y de presión en las instituciones europeas deben ser muy intensas para poner en marcha una unión bancaria sólida que implicaría, necesariamente, cesiones nacionales de soberanía, entre otros aspectos en materia fiscal.

### Una batalla política: más y mejores reformas

España ha llevado a cabo un número considerable de cambios y reformas; aunque la mayoría han ido por el buen camino —flexibilizando el mercado de trabajo, conteniendo el gasto público y saneando el sistema financiero— estas no son suficientes ni para contener el déficit público definitivamente ni para propiciar el crecimiento sostenible de la economía española. Para lograr ambos objetivos **es necesario profundizar en las reformas iniciadas y poner en marcha otras** de mayor calado.

El verdadero escollo que hay que solventar es de tipo político y social. En la calle hay un comprensible cansancio por el sufrimiento a corto plazo que han implicado algunas de las medidas. Y hay cierto temor a que eso impida, a los gobiernos de todos los niveles, acometer con vigor algunas de las reformas pendientes que pueden resultar muy impopulares. No es una preocupación exclusivamente española sino europea. Los políticos europeos están muy atentos al crecimiento de **opciones populistas**, tanto de derechas como de izquierdas, contrarias al desarrollo de medidas de control presupuestario. En Europa se vive una «carrera» entre el populismo y el crecimiento. Si no conseguimos que llegue el segundo, el riesgo de que se incremente el primero se acrecienta.

La **reforma laboral** ha hecho más flexible el mercado, aminorando el impacto sobre el desempleo que ejercían las malas perspectivas de crecimiento. En septiembre el Gobierno tendrá que presentar a la Unión Europea las modificaciones necesarias a la ley, tras la evaluación de la reforma laboral, y la Comisión Europea ya ha

*España ha acometido numerosas reformas pero es necesario poner en marcha otras de mayor calado*

*Preocupante crecimiento del populismo*

*La reforma laboral ha hecho más flexible el mercado*

pedido a España, en el segundo informe de evaluación del rescate bancario realizado por la Comisión y por el Banco Central Europeo, que profundice en las medidas adoptadas. El informe alerta sobre el riesgo que significa la dualidad del mercado laboral, que persiste a pesar de la reforma. Los servicios públicos de empleo también están en el punto de mira de la Comisión, entre otras cosas por la (mala) coordinación entre los organismos autonómicos y el central, así como por la necesidad de mejorar la formación y la reorientación profesional. Otro problema es que muchos ERE se quedan encallados en los juzgados. La reforma evita la autorización previa de los mismos pero son bastantes las resoluciones contrarias por defectos de forma o por falta de justificación, según los jueces. Esos son, básicamente, los aspectos en los que conviene mejorar lo realizado hasta el momento pero no está claro que sea una prioridad en estos momentos para el Ejecutivo.

*Sería interesante un escenario en el que se redujeran los tipos marginales y en el que se aclarara el complejo panorama de las deducciones*

El Gobierno español no solo ha pretendido atajar el déficit recortando gastos; también lo ha intentado por la vía de los ingresos subiendo los impuestos. Lo hizo con el IRPF y con el IVA. El creciente desempleo y la laxitud del consumo han ido contra las recaudaciones previstas. **Desde Europa reclaman más medidas.** Para marzo de 2014 debería estar presentada la revisión del sistema tributario que reclama la Unión Europea. La idea general es disminuir la presión sobre el trabajo, aumentándola sobre el consumo, lo que en Europa se interpreta como una subida del IVA, de la que no quieren ni oír hablar en La Moncloa, aunque el presidente del Gobierno afirma que está dispuesto a «explorar» la reducción de los productos que gozan de un IVA reducido. Además, el pasado 30 de junio, el Consejo de Ministros aprobó la subida de varios impuestos especiales (aumentó el tipo fijo del impuesto sobre el tabaco y un 10% el de bebidas alcohólicas, excepto el vino y la cerveza), creó una figura fiscal para gravar los gases fluorados, que se utilizan principalmente para los aires acondicionados y las neveras, y acabó con las deducciones que las empresas podían aplicar en el Impuesto sobre Sociedades por el deterioro de participaciones en el extranjero. Sería interesante caminar hacia un escenario en el que se redujeran los tipos marginales y en el que se aclarara, simplificándolo, el complejo panorama de las deducciones, del que muy pocos salen beneficiados. Por otro lado, parece una buena noticia el anuncio, por parte del ministro de Hacienda, de la reducción de la presión fiscal sobre las rentas del trabajo para las rentas medias y bajas dado que la misma puede tener un efecto positivo sobre el ahorro y el consumo; sin embargo, aún no ha puesto fecha a la reforma.

El aumento de determinadas figuras tributarias no es el único frente abierto en el capítulo recaudatorio. **La lucha contra el fraude**

y la evasión fiscal está ganando protagonismo, especialmente esta última y no solo en España; también en todo el mundo. El G8, en la que ya se conoce como «la declaración de Lough Enre», por el lago de Irlanda del Norte en el que tuvo lugar la reunión, aboga por el intercambio automático de información entre las autoridades fiscales de todo el mundo para acabar con «la lacra de la evasión fiscal». Y pretende que haya más transparencia en la titularidad de las empresas. Por su parte, la Unión Europea ha llegado a un acuerdo para poner fin a los paraísos fiscales en su territorio antes de que termine el año. El acuerdo incluye la obligación de acabar con la opacidad en Suiza, con la que ya se negocia. Previsiblemente no va a ser demasiado complicado, pues Estados Unidos ha tomado la delantera y prácticamente va a hacer que los suizos den su brazo a torcer, firmando un nuevo marco legal, el Fatca. Con ese precedente, la Unión Europea lo tendrá más sencillo. Evidentemente la lucha contra la evasión fiscal debe extenderse al resto de los paraísos fiscales del mundo. Lo conseguido hasta ahora es un paso adelante y una declaración de intenciones pero quedan muchas dificultades por superar. La necesidad de nuevos ingresos y el escándalo social que supone la aparición de casos puntuales de evasión fiscal, en un contexto de aguda recesión, aconsejan, en España, dedicar los recursos necesarios, tanto técnicos como de personal, para dificultar en lo posible la salida de capitales.

A pesar de las dificultades que entraña cuantificar el **fraude fiscal**, las elevadas magnitudes que se desprenden de algunos estudios —entre los 31.000 millones de euros de media anual estimados por Arrazola, de Hevia, Mauleón y Sánchez en su publicación «Dos ensayos de actualidad sobre la economía española. La economía sumergida en España» hasta los 200.000 millones obtenidos por el profesor Schneider «Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2012»— han convertido este fenómeno en una de las prioridades para las autoridades. Gran parte del fraude corresponde a la economía sumergida que en España adquiere proporciones preocupantes.

Al margen de las diferenciaciones culturales, es indudable que hay factores que explican estas cifras y que deben conducir a atajarlas. Existe un problema sistémico. «Microempresas» o autónomos con ingresos bajos se ven «expulsados» de la economía formal si quieren sobrevivir. Sería necesario desarrollar **políticas impositivas** que fijaran límites razonables para empezar a tributar o hacerlo en función de lo facturado, extremando la vigilancia en ese aspecto, penalizando duramente a los que no cumplan cuando se hayan eliminado las barreras. Una vez dentro de la economía formal, los aumentos de la facturación conducirían a una subida de la recaudación,

*La lucha contra el fraude y la evasión fiscal está ganando protagonismo*

*Gran parte del fraude fiscal corresponde a la economía sumergida*

*Sería necesario desarrollar políticas impositivas que fijaran límites razonables para empezar a tributar*

*El progresivo  
envejecimiento  
de la población  
española pone en duda  
la sostenibilidad  
del sistema  
de pensiones*

*Se echa de menos  
una mayor flexibilidad,  
dándole al ciudadano  
la posibilidad de elegir  
introduciendo  
operadores privados  
en la gestión  
de las pensiones*

además de incorporar siempre las cantidades correspondientes a los impuestos indirectos sobre el consumo. La obligación de pagar por medios diferentes al metálico, por encima de una cantidad (en España son actualmente 2.500 euros), contribuye a luchar contra esta constante «gotera» de las arcas públicas.

Si es importante seguir profundizando en muchas de las reformas, no lo es menos poner en marcha algunas de gran calado, especialmente dos: la reforma de las pensiones y la de las Administraciones Públicas. La primera de ellas, la de las **pensiones**, es una exigencia de los organismos internacionales y de la tozuda matemática demográfica. Según el calendario fijado por la Unión Europea, el Ejecutivo debería tener lista la reforma para finales de este año. El Comité de Expertos designado por el Gobierno presentó el pasado 6 de junio su informe. El texto está sirviendo de base para el debate en la comisión parlamentaria del Pacto de Toledo. El progresivo envejecimiento de la población española, unido al impacto de la crisis, ha aumentado la preocupación por la sostenibilidad del sistema de pensiones. La reforma que se propone no es un cambio de modelo, que en el caso de España es de reparto, sino que apunta modificaciones que permitan su mantenimiento. Técnicamente la idea del Comité de Expertos es la de conseguir la sostenibilidad teniendo en cuenta dos componentes básicos: el factor de equidad intergeneracional y el factor de revalorización anual. El primero se centra, esencialmente, en la variación en la esperanza media de vida, mientras que el segundo aboga por desligar las pensiones del IPC, aunque no totalmente, pues se tendrá en cuenta la tasa media de inflación. Hay que recordar que esta reforma se superpondría a la que se puso en marcha hace apenas dos años, en 2011, en la que se aumentaba la edad de jubilación —que pasaba a los 67 años— y, progresivamente, los años que se tienen en cuenta para su cálculo, hasta llegar a los 25 en 2022.

Garantizar las pensiones es imprescindible para la estabilidad social. La propuesta del Comité de Expertos señala claramente los retos a los que se enfrenta el sistema en vigor. Se echa de menos una mayor **flexibilidad** —dándole al ciudadano la posibilidad de elegir— introduciendo operadores privados en la gestión de las pensiones. Incluso manteniendo el sistema público de reparto, cuya idoneidad es discutible, hay margen para favorecer la libre elección del trabajador, al menos en parte de sus aportaciones.

En cuanto a la anhelada **reforma de las Administraciones Públicas**, el Ejecutivo adelantó las líneas básicas de la misma el pasado 19 de junio. El informe presentado por la Comisión de Reforma de las Administraciones (CORA) se ha llevado a cabo bajo el paraguas de la fórmula «una Administración, una competencia» para

intentar evitar las duplicidades que aumentan el gasto. El principal inconveniente de la reforma que ahora debe negociarse entre los diferentes grupos políticos es que la mayoría de los cambios tendrán que ser pactados con las Comunidades Autónomas, lo que puede dificultar la puesta en marcha de las más de 200 medidas propuestas por el Ejecutivo. La apuesta por la simplificación administrativa —utilizando las nuevas tecnologías más intensamente de lo que se está haciendo hasta el momento— es, simplemente, de sentido común y no se prevé que encuentre oposición teórica, aunque las resistencias al cambio aparecen siempre a la hora de ponerlo en práctica. De igual manera, la eliminación de instituciones que prestan servicios que ya son ofrecidos por el poder central supondría una considerable disminución de gastos sin que la calidad se viera rebajada. En definitiva, no hay muchas dudas sobre la conveniencia de gran parte de las medidas para la reforma de las Administraciones Públicas. Sin embargo, la tarea que se presenta ahora es la de las diferentes aritméticas políticas, aunque el presidente del Gobierno haya insistido en que la reforma «no es política», con la intención de alejarla del juego partidista. En todo caso, no se trata de una reforma agresiva, ya que en este campo se podría haber optado por opciones mucho más drásticas.

Hay, todavía, otra reforma pendiente. El **déficit eléctrico de tarifa** pende sobre la economía española como una espada de Damocles. La Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional ya han advertido sobre ello. El aumento de los costes energéticos regulados ha conducido a situar los precios finales entre los más altos de toda la Unión Europea, lo que no solo incide en el consumidor particular sino también en la pérdida de competitividad de las empresas españolas. Hay que reducir esos costes regulados en la medida de lo posible, al tiempo que se incrementan las conexiones internacionales especialmente con el resto de los países de la Unión Europea. En el campo de las energías renovables debe enfocarse su uso en términos de eficiencia energética, con un análisis serio y riguroso, teniendo en cuenta todos los costes de generación.

### A la búsqueda de nuevos yacimientos

La «fiebre del oro» atraía a cientos de miles de personas que acababan de descubrir su vocación minera. En cuanto se oía que alguien había encontrado un filón, se explotaba intensamente la zona hasta acabar con la producción. Los mineros cogían entonces sus picos y sus palas y salían a la búsqueda de otra zona con posibilidades. Con la **burbuja inmobiliaria** vivimos nuestra particular «fiebre del

*No hay duda de la conveniencia de gran parte de las medidas para la reforma de las Administraciones Públicas*

*El déficit eléctrico de tarifa es un serio problema para la economía española*

*Con la burbuja inmobiliaria vivimos nuestra particular «fiebre del oro»*

*Cada vez son más  
las empresas  
que exportan*

oro». Cuando se acabó el filón nos encontramos con millones de «mineros» —que solo sabían manejar las barrenas— sin trabajo, con enormes cantidades de crédito pedidas a cuenta para un equipamiento que ya no hacía falta y sin atisbar otras fuentes de riqueza.

Son ya siete los cuatrimestres consecutivos en los que se ha reducido el PIB. Y el paro está desbocado, en torno al 27% según la EPA. La relación entre ambas variables es de mutua dependencia. Si mejora una de ellas también lo hará la otra. Como ya se ha señalado, ha habido algunos indicios positivos en los últimos meses pero no son suficientes. La **exportación** no puede tirar de la economía ella sola, aunque sea una aportación importante. La demanda interna sigue drenando, aunque a menor ritmo, el PIB. La previsión de crecimiento de la economía mundial es del 3,3% para este año y del 4% para el próximo, con la mayoría de los países de la eurozona en números rojos. Incluso la locomotora alemana no pasará de un anémico 1% de crecimiento este año. La mala noticia es que la parte del león de las exportaciones españolas continúa dirigiéndose hacia la eurozona, donde va alrededor del 50% de nuestras exportaciones. La buena es que cada vez son más las empresas que exportan; que se exportan más productos y servicios diferentes y que también se están diversificando las regiones de destino.

*España debe recuperar  
su músculo industrial*

Hay que buscar, pues, otro filón, otras fuentes de riqueza, coger nuestros picos y nuestras palas y dirigirnos a otro lugar. Si alguna lección ha dado la crisis es que los países más industrializados son los que menos la han padecido. La economía real, la productiva, ha sido la tabla de salvación a la que se han aferrado los más fuertes. **España debe recuperar su músculo industrial** ahora que ha ganado en competitividad. El peso de la industria en España es del 16,9%. En Alemania es del 26%. Europa también es consciente de la necesidad de recuperar el liderazgo industrial, anhelo que parecía haber perdido, y quiere que la industria manufacturera represente el 20% de la economía europea.

*Es indispensable  
apoyar medidas  
de inversión productiva*

La misión no es sencilla; pero para recuperar el protagonismo de la industria **es indispensable apoyar medidas de inversión productiva**, elemento clave para volver a crecer. El *boom* inmobiliario retrajo inversión en otros sectores. No es un fenómeno exclusivamente español, ya que se puede observar en prácticamente todos los países que han experimentado últimamente una burbuja inmobiliaria, como Irlanda o el Reino Unido. De hecho, en España el descenso no fue muy acusado. Desde el estallido de la crisis, la bajada de la inversión productiva ha sido mucho menor que el de la inversión general, comportamiento apoyado, sobre todo, en las grandes empresas que son las que más exportan. Sería imprescindible desarrollar un verdadero plan industrial en España que incluyera aspectos tan

diversos como la formación, la internacionalización, el acceso a la financiación, la I+D+i, la regulación nacional, etc. El cambio de modelo que precisa la economía española debe ser planeado a medio plazo, asentando firmemente los cimientos de una industria potente y diversificada, capaz de sacar provecho de las riquezas del país y de invertir en desarrollo tecnológico.

Otra de las apuestas básicas del Ejecutivo ha sido la **Ley de Emprendedores**, que se ha venido retrasando. Hay un anteproyecto que se está encontrando con dificultades y reticencias, pues se cree que es confuso. La Ley de Emprendedores debe ser una herramienta fundamental para incentivar la inversión. Se trata de un proyecto transversal cuyo objetivo primordial tendría que ser el de eliminar trabas y favorecer la conexión entre ideas, formación y financiación. No hay duda de que los primeros momentos son los más complicados de cualquier iniciativa empresarial. Es entonces cuando hay que aliviar de cargas impositivas y de obligaciones laborales a los emprendedores, cuyo sacrificio e iniciativa se ven, a menudo, lastrados por una regulación que parece elaborada para empresas consolidadas. Los pagos a la Seguridad Social, el salario mínimo, las complicaciones burocráticas y muchos otros elementos tiran hacia abajo de las empresas recién creadas, cuando no de las nonatas, que no llegan nunca a ver la luz por la maraña de problemas no relacionados con el objeto de su actividad que se perciben en el horizonte. Sin duda la reforma de los ingresos de IVA, que permitirá a las pymes y a los autónomos no ingresar el pago hasta que se cobre la factura, es una reivindicación histórica de estos colectivos que ha sido escuchada.

La **tasa de desempleo** no solo es una lacra social, fuente de problemas de toda índole, sino que representa una rémora para la economía tanto desde el punto de vista de los gastos como del de los ingresos. Las competencias en esta materia se encuentran prácticamente transferidas y los servicios que se prestan son ineficientes. Se fragmenta el mercado laboral desincentivando la movilidad. La formación que ofrecen ha estado ligada, muchas veces, más a los intereses de los organizadores que a las necesidades de las empresas y de la sociedad. Y, sin embargo, la información que manejan y la situación a la que se enfrentan los que se encuentran en situación de desempleo permiten verlo como un semillero de creatividad. No se trata de acompañar al parado en la búsqueda, más o menos exitosa, de un empleo sino de ayudarlo a crearlo, de proporcionarle los medios y los contactos necesarios para que comience o reinicie su vida profesional. Es preciso, pues, un cambio profundo en la manera de concebir el desempleo y en los servicios que presta la sociedad a los desempleados.

*La Ley de Emprendedores debe ser una herramienta fundamental para incentivar la inversión*

*La tasa de desempleo es fuente de problemas de toda índole y una rémora para la economía*

*España  
está sentando  
las bases  
de su economía  
futura*

En definitiva, **España está sentando las bases de su economía futura**. Necesita restablecer la confianza con un marco regulatorio sencillo y eficaz que corrija los desequilibrios macroeconómicos generados en la última fase. Y precisa buscar nuevas fuentes de crecimiento mirando más a la economía real y menos a la especulativa. Son los inversores quienes tienen la llave para arrancar de nuevo una economía gripada y que ha estado en el centro de las miradas de los mercados durante mucho tiempo. La puesta en marcha de políticas de oferta, que atraigan a los inversores hacia proyectos productivos, es el camino por el que España puede entrar en un círculo virtuoso que reactive la actividad económica, reduzca el desempleo y coloque el déficit público en niveles manejables.



INSTITUTO  
DE ESTUDIOS  
ECONÓMICOS

34

**años**

*por la economía  
de mercado*



## **INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Servicio de Publicaciones  
Castelló, 128 - 6.ª planta  
28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580 - Fax 915 623 613  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
[www.ieemadrid.es](http://www.ieemadrid.es)

