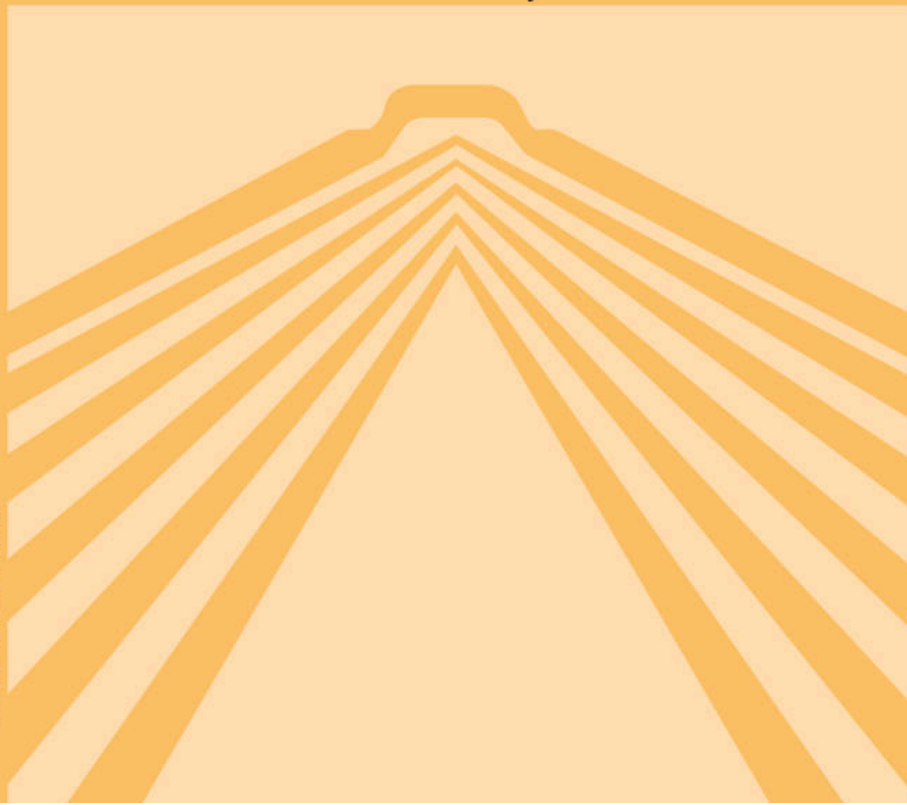


Entorno económico

Instrumentos para su análisis

José Serrano Pérez (dir.)
Gemma Durán Romero
José Guimón de Ros

PIRÁMIDE



Entorno económico

Instrumentos para su análisis

Director

JOSÉ SERRANO PÉREZ

CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA APLICADA DE LA UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

GEMMA DURÁN ROMERO

PROFESORA TITULAR DE ESTRUCTURA ECONÓMICA
DE LA UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

JOSÉ GUIMÓN DE ROS

PROFESOR DE ECONOMÍA APLICADA
DE LA UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

Entorno económico

Instrumentos para su análisis

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Director:

Miguel Santesmases Mestre

Catedrático de la Universidad de Alcalá

Diseño de cubierta: C. Carabina

Realización de cubierta: Anaí Miguel

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por la Ley, que establece penas de prisión y/o multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeren, plagiaren, distribuyeren o comunicaren públicamente, en todo o en parte, una obra literaria, artística o científica, o su transformación, interpretación o ejecución artística fijada en cualquier tipo de soporte o comunicada a través de cualquier otro medio, sin la preceptiva autorización.

© José Serrano Pérez (dir.)

Gemma Durán Romero

José Guimón de Ros

© Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2009, 2013, 2017

Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid

Teléfono: 91 393 89 89

www.edicionespiramide.es

Depósito legal: M. 23.325-2017

ISBN: 978-84-368-3855-8

Printed in Spain

OBJETIVOS DEL CAPÍTULO

Se trata de acercar al alumno al conocimiento de los principales agregados macroeconómicos desde una doble perspectiva. Por un lado, estudiar la naturaleza y los métodos de estimación de esos agregados a partir de la información que proporciona la contabilidad nacional y, por otro lado, reflexionar sobre su utilidad como instrumentos para analizar la realidad económica. Para consolidar con lógica los conocimientos adquiridos, una vez conocidas esas herramientas se introduce al alumno en el análisis de los aspectos más relevantes de la economía española en el contexto de la economía europea.

Esquema de contenidos

1.1. Medición de la actividad económica:

- ¿Qué medimos y para qué lo medimos?
- ¿De dónde sacamos la información?
- ¿Cómo medimos los cambios?

1.2. Principales agregados macroeconómicos:

- Tres vías que conducen al mismo resultado..., o casi.
- El papel de los agentes económicos.
- El lado de la oferta.
- El lado de la renta.
- El lado de la demanda.

1.3. Los agregados económicos en la contabilidad nacional:

- Síntesis de las cuentas y saldos de la contabilidad nacional.
- Cuentas corrientes de residentes.
- Cuenta cero de la economía: operaciones de bienes y servicios.

1.1. MEDICIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

1.1.1. ¿Qué medimos y para qué lo medimos?

Para analizar la actividad económica de un país, región o conjunto de países se utiliza una serie de indicadores conocidos con el nombre de *agregados macroeconómico* que permiten diagnosticar la situación económica en relación con otras economías, compararla con el pasado y llevar a cabo previsiones sobre la evolución futura de la misma. Esa información sobre agregados económicos resulta imprescindible para la toma de decisiones de los agentes económicos, incluidos los responsables de la política económica, que deben programar sus actuaciones de acuerdo con la valoración que se haga en cada momento de la actividad económica nacional e internacional.

La naturaleza de los agregados macroeconómicos tiene que ver con el tipo de operaciones a que se hace referencia en cada momento. Para la elaboración de los agregados se diferencian, en principio, dos grandes grupos de operaciones económicas: por un lado, las vinculadas a la *actividad real*, es decir, las que tienen que ver con las transacciones de los agentes económicos en los mercados de bienes y servicios con la finalidad de satisfacer sus necesidades de consumo e inversión, y por otro lado las vinculadas a la *actividad financiera*, que tienen que ver con las operaciones en los mercados financieros para obtener recursos que hagan posible las transacciones con bienes y servicios o, simplemente, operaciones especulativas. Cuando no dispone de recursos suficientes, cualquier agente puede acudir a los mercados financieros y endeudarse creando un pasivo financiero —un crédito, emisión de acciones, etc.— que aceptan los agentes que disponen de recursos; por esa razón, las operaciones financieras se registran en términos de débitos y créditos entre los distintos agentes económicos, y dan lugar a alteraciones de activos y pasivos financieros en la forma que veremos más adelante.

1.1.2. ¿De dónde sacamos la información?

Los agregados macroeconómicos de actividad real se obtienen a partir de la información ofrecida por los servicios estadísticos oficiales de cualquier país a través del sistema de cuentas de la *Contabilidad Nacional*. Un sistema de cuentas que, planteado siguiendo la lógica del mercado, constituye el punto de arranque de todo análisis macroeconómico y la fuente principal de los indicadores económicos que guían la política económica.

En la actualidad, casi todos los países del mundo siguen metodologías bastante homogéneas para calcular las magnitudes macroeconómicas, lo cual permite llevar a cabo comparaciones con el entorno económico internacional. En nuestro país el organismo responsable de las cuentas nacionales es el Instituto Nacional de Estadística, que, conforme a las directrices y metodología que establece el Sistema Europeo de

Cuentas Integradas (SEC), elabora y publica la información macroeconómica a tres niveles:

- *Contabilidad Nacional Anual* (CNA), que ofrece los valores estimados de los principales agregados macroeconómicos y sus componentes, referidos a períodos anuales.
- *Contabilidad Nacional Trimestral* (CNTR), que recoge estimaciones de los agregados macroeconómicos y sus componentes, referidos a períodos de tres meses.
- *Contabilidad Regional de España* (CRE), que recoge estimaciones de los agregados y sus componentes referidos a las comunidades autónomas y provincias con carácter anual.

La información de la CNTR ofrece menor nivel de detalle que la recogida en la CNA, pero, en cambio, proporciona una imagen más inmediata de la actividad económica, que resulta de gran interés para los análisis y decisiones de política económica a corto plazo. En cualquier caso, los datos de la CNTR son cuantitativa y metodológicamente coherentes con los de la CNA, de modo que los valores estimados para los cuatro trimestres de cada año coinciden en ambas fuentes.

A medida que se avanza en la integración económica internacional, la metodología de los sistemas de cuentas nacionales se somete a frecuentes reformas, con la finalidad de aumentar la coherencia y calidad de la información macroeconómica y mejorar las predicciones de comportamiento de la actividad económica. En el ámbito de los países de la Unión Europea, en 1999 entró en vigor el nuevo Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC 95), que incorpora métodos de estimación homogéneos y la inclusión en las cuentas nacionales de estimaciones sobre actividades que, hasta ahora, formaban parte de la economía sumergida.

Los agregados macroeconómicos obtenidos a partir de la contabilidad nacional miden el valor de los bienes y servicios que son objeto de *transacción en el mercado regular* entre los distintos agentes económicos. Pero limitar el cálculo de los agregados macroeconómicos sólo a los bienes y servicios que se intercambian en el mercado regular ha dado origen a una larga *polémica* respecto a la validez de esas magnitudes como indicadores de la actividad económica. Algunos de los argumentos sobre los que se plantea esa polémica son los siguientes:

- La contabilidad nacional no registra las transacciones llevadas a cabo en términos de *economía sumergida* o en *dinero negro*; por tanto, las mediciones oficiales tienden a subestimar el valor de la actividad económica.

Con carácter general, se considera economía sumergida tanto las actividades delictivas —producción y tráfico de drogas, cierto tipo de juegos, etc.— como aquellas otras que simplemente no se declaran y, por tanto, quedan al margen del control de la Administración y de sus sistemas de registro contable. En esa situación se encontraría, por ejemplo, el trabajo de los inmigrantes ilegales o el de las personas de trabajo a domi-

cilio no declarado, que permite a ciertas empresas evitar el pago de las cargas sociales y abaratar el coste del factor trabajo. También se encontraría en situación de economía sumergida la empresa que no declara parte de sus ventas para evitar el pago del IVA y, para hacer coherente esa reducción de la actividad, llega a acuerdos con sus trabajadores para ocultar salarios e incluso darles de baja en la empresa para que cobren subsidio de desempleo, mientras siguen trabajando en la empresa de forma clandestina.

Por su propia naturaleza resulta difícil cuantificar con exactitud la importancia de la economía sumergida. Su cálculo se apoya en estimaciones estadísticas sujetas a un alto margen de error. Según estimaciones de la OCDE, la proporción de economía sumergida en España oscila entre un 15 y un 20 por 100 de nuestro PIB. Para los Estados Unidos y Alemania esas estimaciones establecen un intervalo comprendido entre un 8 y un 15 por 100 de su PIB. En mejor situación se encuentran Japón y Suiza, con estimaciones que sitúan la economía sumergida en torno a un 4 por 100 de su producción nacional.

Con frecuencia se argumenta que hacer emerger estas actividades para incluirlas en la contabilidad nacional, además de una labor técnicamente difícil, puede resultar inconveniente para ciertas empresas que encuentran en esa estrategia una vía para competir en mejores condiciones en los mercados internacionales. Este argumento se apoya en la idea de que la ausencia de registro no significa que no exista actividad productiva y empleo, e incluso es posible que esa actividad se vea estimulada por la ausencia de intervención pública, los menores costes productivos y la mayor disponibilidad de recursos financieros en poder de los agentes privados.

Pero sostener que las actividades sumergidas pueden beneficiar a la economía no tiene sentido. En primer lugar, las pérdidas de ingresos que sufre la Administración Pública por impago de impuestos y contribuciones sociales determinan déficit presupuestarios que pueden afectar negativamente a la economía real y financiera de cualquier país. En segundo lugar, la insuficiencia de ingresos acaba por aumentar la presión fiscal de aquellas rentas más difíciles de ocultar —rentas del trabajo entre otras—, en beneficio de aquellas otras que pueden eludirse, con efectos negativos sobre la distribución de la renta y la competencia desleal en la que incurren las empresas que reducen costes por la vía indicada. Por último, debe tenerse en cuenta el peligro de que la generalización de la economía sumergida y el fraude pudieran llegar a desestabilizar por completo el sistema económico.

— Tampoco se registran de forma directa en contabilidad nacional las operaciones de *autoconsumo, trueque y demás actividades no retribuidas formalmente*.

Se trata de actividades no remuneradas en términos de mercado o que, si lo son, no se registran en ningún documento formal y quedan fuera del control contable de las Administraciones Públicas. Éste sería el caso de aquella parte de la producción agrícola que no se vende en el mercado regular porque se dedica al autoconsumo de los propios agricultores, el del trabajo prestado en una empresa familiar, el trabajo doméstico no remunerado de un ama de casa o el de un cooperante no remunerado en una organización de ayuda al desarrollo. En la actualidad, parte de las lagunas de in-

formación contable derivadas de este tipo de transacciones se subsanan mediante estimaciones bastante fiables que llevan a cabo los organismos estadísticos oficiales a partir de ciertos indicios de actividad o de información indirecta obtenida mediante encuestas. Por esa razón, los problemas de infravaloración de las magnitudes económicas son menores que en el caso de la economía sumergida.

— La valoración de la actividad económica a partir de las cuentas nacionales no considera la *calidad* de la producción ni la *eficiencia* con que se generan los bienes y servicios.

Por ejemplo, la continua innovación tecnológica en la industria de la electrónica permite incorporar nuevas prestaciones a los ordenadores personales e incluso reducir su precio. Así, aunque se mantenga el número de unidades producidas, el valor de la producción nacional de ordenadores puede verse reducido por efecto de los precios. Por otra parte, servicios públicos como la sanidad, la educación y demás servicios sociales se valoran en función de lo que cuesta mantenerlos, es decir, en términos de los salarios que se pagan a los funcionarios y del coste de los equipos utilizados. Esa valoración sería muy diferente si esos servicios se prestaran a precios de mercado, tal como los prestan las empresas privadas, y se tuviera en cuenta el grado de eficacia vinculada a tales prestaciones.

— En los cálculos oficiales se omiten los *costes medioambientales* en concepto de destrucción de recursos naturales y contaminación que comportan buena parte de los procesos productivos.

Este hecho sirve de principal argumento a aquellos analistas que sugieren que los actuales sistemas de Contabilidad Nacional tienden a *sobrevalorar* los agregados macroeconómicos con que se mide la actividad económica real. Así, la producción de carbón, petróleo o cualquier otro bien energético de origen orgánico se registra, en términos de valor añadido, como la diferencia entre el precio de venta y los costes de producción, pero no se tiene en cuenta que se ha consumido una parte irreemplazable de los recursos naturales. Por el contrario, un bien obtenido mediante un proceso de producción con tecnologías más limpias y menos consumidoras de recursos naturales, se registra en contabilidad nacional al mismo valor de mercado que otro bien semejante obtenido con procedimientos más contaminantes y costosos en términos de destrucción del medio ambiente.

El impacto de estos costes medioambientales no es fácil de evaluar, pero, sin duda, muchos de los bienes de consumo masivo más frecuentes tendrían un precio mucho mayor de poder repercutirse sobre ellos los costes de un modo de producción que está provocando fenómenos tan destructivos como la lluvia ácida sobre grandes superficies de la tierra, el efecto invernadero o la destrucción de la capa de ozono.

— Los organismos encargados de elaborar la contabilidad nacional tienen que enfrentarse a numerosos problemas técnicos derivados tanto de la *complejidad en la valoración* de transacciones económicas muy heterogéneas, como de la *rapidez de*

información que exigen los agentes económicos, en particular los responsables de la política económica.

En contabilidad nacional se recurre de forma sistemática a la aplicación de *métodos de estimación* estadística que permiten disponer de información aproximada del comportamiento de los principales agregados económicos en un plazo de tiempo relativamente corto. De ahí que la información de contabilidad nacional esté sometida a un *proceso de revisión* continuo que no culmina hasta tres años después de publicarse la primera estimación.

Las primeras estimaciones que recoge la CNA están disponibles unos dos meses después de que haya concluido el año al que se refiere la información, y ofrecen un elevado grado de agregación. Para obtener mayor detalle hay que esperar otros seis meses, hasta la publicación de las cifras calificadas de «avance» (A). Esa estimación se revisa durante el año siguiente, dando lugar a lo que se llaman estimaciones «provisionales» (P). Por último, en el tercer año se publica la estimación definitiva.

A la hora de utilizar información de la contabilidad nacional conviene tener en cuenta que los ajustes y revisiones a que se someten las estimaciones originales pueden dar lugar a valores distintos para el mismo agregado macroeconómico según cuál sea el momento de la consulta. Entonces, ¿debemos esperar tres años para conocer el valor exacto de cualquier macromagnitud como el PIB? No, no tiene sentido esperar la publicación del valor definitivo de un agregado macroeconómico, porque si bien es cierto que esa estimación mejorará a medida que se disponga de mayor información, nunca será un valor absolutamente exacto como el que puede obtenerse de la contabilidad de una empresa. Además, las posibles diferencias en valores absolutos se difuminan cuando pasamos a considerar valores relativos o en términos de tasas o índices de crecimiento.

En vista de todo lo anterior cabe preguntarse: ¿hasta qué punto son fiables las cifras oficiales de la contabilidad nacional? No cabe duda de que en países desarrollados como el nuestro esas cifras son *razonablemente fiables*. Pero debe tenerse en cuenta que tales cifras son una aproximación a la realidad, es decir, son *estimaciones*, y como tales están sujetas a pequeños márgenes de error que no afectan de forma sustancial al valor absoluto y, mucho menos, a la variación relativa de las principales magnitudes económicas.

La metodología para la elaboración de las cuentas nacionales en nuestro país es común a la del resto de los países de la Unión Europea. Los cambios en esa metodología pueden, en ocasiones, dar la impresión de que pretenden influir sobre el resultado de la estimación. Pero el margen para la manipulación interesada de los métodos de estimación es nulo, entre otras razones porque la propia Comisión Europea realiza auditorías en todos los países miembros, en las que analiza con detalle los procedimientos seguidos en la elaboración de las estadísticas de las cuentas nacionales.

Otra cosa bien distinta es la utilización que los agentes económicos y, en particular, los responsables de la política económica y los agentes sociales, puedan hacer de la información económica resultante de la contabilidad nacional. Con frecuencia asistimos a valoraciones e *interpretaciones muy dispares* sobre los mismos indicadores económicos, que tienen que ver más con objetivos políticos que con la calidad o fia-

bilidad de las cifras oficiales. Tampoco tiene que ver con la fiabilidad de las cifras originales la posible manipulación de los datos o la ocultación parcial de la información; por ejemplo, utilizar cifras de producción nacional en términos nominales —sin deducir el efecto del aumento de precios sobre el valor de la magnitud— puede dar resultados muy distintos a la tasa de crecimiento real de la actividad económica, e incluso puede llegar a cambiar el signo de la misma si la inflación es lo suficientemente intensa; otro tanto ocurre cuando para determinadas variables relacionadas con la agricultura o el turismo se utilizan series estadísticas sin desestacionalizar —es decir, cuando no se quitan las oscilaciones debidas a variaciones estacionales—, en cuyo caso la elección de un período u otro en las comparaciones de las cifras de producción pueden dar resultados distintos.

¿Por qué se intenta manipular la información? Quienes intentan maquillar los datos a su conveniencia esperan obtener alguna ventaja política o económica a corto plazo y confían que cuando la coyuntura cambie ya nadie se interese por lo que sucedió en el pasado; por ejemplo, si la actividad económica aumenta en el último trimestre del año, ¿a quién le interesa ya lo que sucedió en el anterior? Naturalmente, en una sociedad desarrollada y democrática, las posibilidades de manipular con éxito la información son limitadas, porque la realidad acaba imponiéndose a medio plazo y, en cualquier caso, ahí está la responsabilidad de los buenos profesionales y analistas para evitar que los intentos de manipulación informativa acaben por tener alguna trascendencia más allá de la simple propaganda política.

ESQUEMA 1.1

Calendario de publicación de agregados económicos en la CNE

Primera estimación del año t :	
(suma de estimaciones trimestrales)	Febrero del año $t + 1$
Estimación «avance» (A) del año t	Agosto del año $t + 1$
Estimación «provisional» (P) del año t	Agosto del año $t + 2$
Estimación «definitiva» del año t	Agosto del año $t + 3$
Ejemplo: Las sucesivas revisiones del PIB correspondiente a 2008 darán lugar a las siguientes publicaciones:	
Primera estimación	(febrero 2009)
Estimación avance	(agosto 2009)
Estimación provisional	(agosto 2010)
Estimación definitiva	(agosto 2011)
Con toda probabilidad, existirán diferencias en valor absoluto del PIB entre la primera estimación y la estimación definitiva, pero en tasas de crecimiento porcentual —forma habitual de medir los cambios— las diferencias serán de apenas unas décimas o incluso puede que no se detecte ninguna diferencia.	

1.1.3. ¿Cómo medimos los cambios?

Índices y tasas de variación

La utilidad de los indicadores macroeconómicos reside no tanto en los valores absolutos que alcancen las macromagnitudes en un momento determinado, como en el cambio que experimentan a lo largo del tiempo. En la toma de decisiones, los agentes económicos tienen en cuenta la situación económica actual pero referida a situaciones del pasado y a la previsible evolución futura de la misma; de ahí la importancia de los cambios en los análisis económicos.

Dos alternativas simples de medición:

- Tasa de variación (TV) = cambio relativo del valor de una magnitud entre dos momentos de tiempo, expresado, por lo general, en tanto por 100.

M_0 = valor de la magnitud en el momento base o inicial.

M_1 = valor de la magnitud en el momento de referencia o final.

$$TV\ m\ (\%) = [(M_1 - M_0)/M_0]100 = [(M_1/M_0) - 1]100$$

Si se pretende obtener el valor de referencia final a partir del valor de la magnitud en el momento base o inicial, conociendo la tasa de variación:

$$M_1 = M_0 (1 + TV\ m)$$

- Índice de variación (IV) = relación directa entre el valor de una magnitud en el momento de referencia y el valor en el momento base o inicial, al que se asigna un valor de 100.

$$IV\ m = (M_1/M_0) 100$$

EJEMPLO 1

Dados los siguientes valores absolutos de producto interior bruto:

PIB (año 1) = 500 m.m. de euros

PIB (año 2) = 550 m.m. de euros

Determinar el ritmo de crecimiento de la actividad económica en términos de *índice* y *tasa de variación* porcentual:

Tasa de variación = $\% \Delta$ PIB (01/02) = $\{(550 - 500)/500\} 100 = 10\%$

Índice de variación = $\% \Delta$ PIB (01/02) = $(550/500) 100 = 110$

En ambos casos se interpreta que el PIB ha crecido un 10 por 100 entre el año 1 y el año 2.

Referencia temporal del cambio

La unidad de tiempo que se utiliza en análisis de series temporales es muy diversa —años, trimestres, semanas, etc.—, y su elección depende de la naturaleza de la variable que se estudia y del objetivo del análisis, siendo frecuente que surja alguna discrepancia a la hora de decidir sobre cuál es el período más conveniente en cada caso.

En los análisis de coyuntura económica son frecuentes las referencias anuales y trimestrales, aunque debemos atender a las siguientes diferencias en tasas de crecimiento:

Tasa	Referencia
Anual	Cambio desde el año de referencia al año anterior. Ejemplo: año 2007 – año 2008.
Interanual	Cambio desde el período de referencia al mismo período del año anterior. Ejemplo: tercer trimestre 2007 – tercer trimestre 2008.
Intertrimestral	Cambio desde el trimestre de referencia al trimestre anterior. Ejemplo: segundo trimestre 2009 – tercer trimestre 2009.
Anual acumulada	Cambio acumulado desde principio del año hasta el período de referencia final. Ejemplo: cuarto trimestre 2005 – segundo trimestre 2006, o bien diciembre 2005 – mayo 2006.

¿Es mejor usar tasas interanuales o intertrimestrales para medir la evolución del PIB?

Cuando se utilizan referencias trimestrales puede optarse por dos vías: la tasa de variación con respecto al trimestre inmediatamente anterior —*tasa intertrimestral*— o la tasa de variación respecto al mismo trimestre del año anterior —*tasa interanual*—. La evolución en términos de tasas interanuales refleja bien la del ciclo económico, y tiene la ventaja de que no se ve afectada por la estacionalidad, aunque no refleja la tendencia más reciente; por el contrario, la evolución en términos intertrimestrales permite detectar lo que ha ocurrido en el último trimestre, aunque puede ser resultado de la estacionalidad y deberá ser corregida previamente para hacerla significativa en la interpretación del ciclo económico.

EJEMPLO 2

Dados los siguientes valores trimestrales de inversión en bienes de equipo (*FBC*)

2005	I	736	2006	I	840	2007	I	887
	II	751		II	852		II	906
	III	775		III	853			
	IV	810		IV	863			

- Determinar el ritmo de crecimiento de la inversión en términos de índice y tasa de variación *interanual* del segundo trimestre de 2007:

$$\begin{aligned}
 FBC \text{ (II 07/II 06)} & & TV \text{ interanual} &= 6,3\% \\
 & & IV \text{ interanual} &= 106,3
 \end{aligned}$$

- Determinar el ritmo de crecimiento de esa misma variable en términos de índice y tasa de variación *anual* de 2006:

$$\begin{array}{ll} FBC (06/05)^* & TV \text{ anual} = 10,9\% \\ & IV \text{ anual} = 110,9 \end{array}$$

* Nota: El valor anual se obtiene a partir de la suma de los cuatro datos trimestrales.

- Determinar la tasa de variación acumulada hasta el tercer trimestre de 2006:

$$FBC (III 06/IV 05) \quad TV \text{ acumulada} = 5,3\%$$

- Determinar el crecimiento intertrimestral del segundo trimestre de 2007

$$FBC (II 07/I 07) \quad TV \text{ intertrimestral} = 2,14\%$$

Tasa media de variación acumulada (TMA)

En caso de series temporales largas resulta de interés calcular la tasa media acumulativa de crecimiento de una magnitud a lo largo de un período de tiempo. Debe tenerse en cuenta que el crecimiento se va incorporando cada año (o cualquier otro período de tiempo) al valor inicial de la magnitud; es decir, que la base sobre la que se aplican las sucesivas tasas de crecimiento va en aumento.

$$M_n = M_0(1 + TMA)^n$$

n = número de períodos (años, trimestres, meses, etc.).

M_0 = valor de la magnitud en el momento base o inicial.

M_n = valor de la magnitud en el último período de referencia.

$$TMA (\%) = [(M_n/M_0)^{1/n} - 1]100$$

Este tipo de cálculo resulta útil cuando se quiere conocer, por ejemplo, *la tasa constante media* a la que debe crecer determinada magnitud durante un número determinado de años para alcanzar determinada cuantía final. O bien, teniendo como meta una determinada magnitud y conociendo la tasa media de crecimiento anual, podríamos calcular el *tiempo necesario* para alcanzar la meta deseada.

Lo anterior puede tentarnos a entrar en el juego de las predicciones fáciles sobre el futuro de la actividad económica. Si lo hacemos, deberemos tener en cuenta que se trata de predicciones muy poco consistentes, porque no basta con proyectar la tendencia pasada del PIB, sino que es necesario considerar el cúmulo de variables e hipótesis que pueden condicionar el comportamiento futuro de esa variable de síntesis.

En suma, este indicador de crecimiento acumulado resulta útil para analizar magnitudes cuya variación en el tiempo es relativamente estable o constante, tal es el caso de las variables demográficas y algunos agregados económicos valorados en términos reales. Por el contrario, para aquellas otras variables sometidas a cambios bruscos,

irregulares e imprevistos en su evolución (precios, tipo de interés, etc.), la utilidad de esta medida de crecimiento es bastante menor.

EJEMPLO 3

Dada la siguiente evolución del PIB, en millones de euros constantes, y sus correspondientes tasas de crecimiento interanual:

	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	99.200	101.500	104.300	106.800	110.600
Tasa variación (%)	—	2,3	2,7	2,4	3,5

Calcular:

1. La *tasa media* y la *tasa media acumulada* de crecimiento del PIB en el período indicado.

$$\text{Tasa anual media} = (2,3 + 2,7 + 2,4 + 3,5)/4 = 2,73\%$$

$$\text{Tasa media acumulada} = [(110.600/99.200)^{1/4} - 1] 100 = 2,76\%$$

2. Si se mantuviera el ritmo de crecimiento indicado anteriormente, ¿se habrá conseguido superar el nivel de PIB de 120 mm en el año 2012?

Teniendo en cuenta que el horizonte temporal hasta el año 2012, significa que $n = 8$

$$PIB_{2012} = 99.200 (1 + 0,0273)^8 = 123.052 \text{ millones de euros}$$

Se habrá alcanzado el objetivo previsto.

Cuidado con la comparación relativa de magnitudes

Para relativizar la importancia de determinada magnitud económica de un país respecto a otro país o área económica, a menudo se comparan los pesos relativos de esas magnitudes en términos porcentuales. Hay que tener muy presente que, al comparar haciendo uso de porcentajes, el cambio del sujeto de la comparación lleva aparejado un cambio en el resultado.

Supongamos que en un momento determinado el PIB per cápita del país A es 100 y el del país B es 120. Al comparar ambos países podríamos afirmar que el PIB per cápita en B es un 20 por 100 *mayor* que en A: $[(120/100) - 1]100 = 20\%$. Pero cuidado, sería incorrecto concluir también que el PIB per cápita de A es un 20 por 100 *menor* que el de B. Lo correcto sería afirmar que el PIB per cápita de A es un 16,7 por 100 menor que el de B: $[(100/120) - 1] 100 = 16,7\%$.

EJEMPLO 4

Teniendo en cuenta los siguientes datos sobre salarios:

	Hombres	Mujeres
Salario medio (en euros) en 2004	17.964	12.464

Determinar:

1. ¿En qué porcentaje supera el salario de los hombres al de las mujeres?
 $[(17.964/12.464) - 1]100 = 44$ Salario de los hombres supera en 44% al de las mujeres.
2. ¿En qué porcentaje es menor el salario de las mujeres respecto al de los hombres?
 $[(12.464/17.964) - 1]100 = -30$ Las mujeres cobran un 30% menos que los hombres.

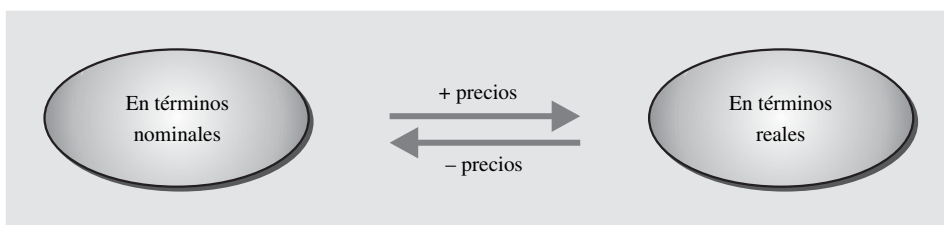
Conclusión: La diferencia salarial se resalta si utilizamos la relación hombre/mujer. Por el contrario, la diferencia parece menos dramática si la relación se hace mujer/hombre.

En términos reales y nominales

No debe confundirse la naturaleza del activo —real o financiero— con los criterios de valoración del mismo en términos nominales o reales. La diferencia es importante, porque si el precio de un bien o servicio varía a lo largo de un período de tiempo, aunque no lo haga la cantidad producida, el valor de esa producción en términos nominales varía en la misma cuantía que lo hace el precio; sin embargo, la cantidad producida será la misma.

- En términos *nominales* = Valor a precios corrientes, es decir, a precios del año de referencia sin descontar la inflación.
- En términos *reales* = Valor a precios constantes, es decir, descontado el efecto de la inflación.

A la operación de transformar una magnitud valorada en términos nominales en otra en términos reales se denomina *deflactar*, y es una operación muy frecuente en los análisis de coyuntura económica. Consiste en eliminar el efecto de los precios para obtener una tasa de variación real en el período considerado.



Podemos deflactar a partir de distintos indicadores de variación de los precios: índices de precios o tasas de variación de precios. La elección de uno u otro indicador dependerá de la forma en que se recoja la información original disponible.

- Índice de precios = relación entre el nivel de precios en el momento de referencia y en el momento inicial o base, al que se asigna el valor 100.

P_0 = nivel de precios en el momento base o inicial.

P_1 = nivel de precios en el momento de referencia o final.

Índice de variación precios: $IP = (P_1/P_0)100$

— Podemos deflactar con índices de precios y obtener magnitudes en términos reales:

M real, en euros constantes = $(M$ nominal, en euros corrientes/ IP)100

Deflactor implícito = $IP = (M$ nominal/ M real)

— Tasa de inflación = cambio relativo del *índice de precios* entre dos momentos de tiempo, expresado en tanto por 100.

Tasa de inflación = Tasa de variación de precios (%)

$TVP = [(IP_1 - IP_0)/IP_0]100 = [(IP_1/IP_0) - 1]100$

Podemos obtener tasas reales de crecimiento a partir de tasas de variación nominales una vez descontada la tasa de inflación de forma aproximada:

$TV M$ real (%) = $TV M$ nominal (%) – TVP o tasa de inflación (%)

EJEMPLO 5

A partir de los siguientes valores en términos nominales (millones de euros corrientes):

Años	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB nominal	450	501	549	590	609	646
Deflactor PIB	119	128	137	147	153	159

Calcular los *índices de variación* anual del PIB en *términos reales*:

Años	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB real (euros constantes)	378	391	400	401	398	406
Índice (2002 = 100)	100	103	102	106	105	107

EJEMPLO 6

Teniendo en cuenta las siguientes *tasas de crecimiento*:

Años	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB nominal (euros corrientes)	11,3	9,5	7,6	3,1	6,3	7,7	5,5
Consumo real (euros constantes)	6,6	5,6	4,0	2,4	-0,3	1,8	0,1
Tasa de inflación	7,6	7,2	6,9	4,3	4,1	5,0	3,2

Calcular:

1. Tasa crecimiento real del PIB.
2. Tasa de crecimiento anual nominal del consumo.

Años	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tasa de crecimiento real PIB (%)	3,7	2,3	0,7	-1,2	2,2	2,7	2,3
Tasa de crecimiento nominal consumo (%)	14,2	12,8	10,9	6,7	3,8	6,8	3,3

Los cambios de base en los índices no alteran las tasas de crecimiento

Cuando se trabaja con índices de precios, es frecuente recurrir a los *cambios de base* de la serie original. Por ejemplo, puede interesarnos analizar la evolución real de la producción en euros de hace tres años, o cambiarla a euros del año en curso. El cambio de base es una operación simple por la cual el número índice que se utiliza como base (100) se traslada al momento que deseamos y sustituye al valor original del índice; los índices restantes de la serie se calculan por una simple regla de tres. La referencia cronológica y, por tanto, los valores de los restantes índices cambian a lo largo de todo el recorrido de la serie, pero *la proporción del cambio se mantiene*. Es decir, podemos disponer de series de índices con distinta base que recogen idéntico porcentaje de variación en términos reales.

EJEMPLO 7

A partir de la siguiente información de contabilidad nacional (millones de euros):

Años	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB euros corrientes	501	549	590	609	646	697
PIB euros constantes 97	501	512	515	510	521	536

Calcular:

1. El deflactor implícito del PIB y la tasa de inflación anual.
2. Tasa de crecimiento real del PIB en euros de 1997 y euros de 2000.

Años	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Deflactor PIB (97 = 100)	100,0	107,2	114,6	119,4	124,0	130,0
Deflactor PIB (00 = 100)	83,7	89,8	95,9	100,0	103,8	108,9
Tasa de inflación (%)	—	7,2	6,8	4,2	3,8	4,9
PIB en euros constantes 2000	598,6	611,3	615,2	609,0	622,3	640,0
Tasa de crecimiento del PIB (%)						
en euros de 1997	—	2,2	0,6	-1,0	2,2	2,9
en euros de 2000	—	2,2	0,6	-1,0	2,2	2,9

Contribución al crecimiento

En los análisis de coyuntura económica es frecuente analizar la evolución de una macromagnitud en función de los componentes que la integran. Se trata de detectar la

responsabilidad de cada componente en el crecimiento de la magnitud agregada, teniendo en cuenta la tasa de crecimiento y el peso relativo de cada uno de esos componentes parciales.

$$M = m_1 + m_2 + \dots + m_n$$

M = magnitud agregada.

m_i = componente i de la magnitud M .

$\% \Delta M$ = tasa de crecimiento porcentual de la magnitud agregada.

m_i/M = peso relativo (%) o ponderación de componente i sobre la magnitud M .

$$\% \Delta M = \% \Delta m_1(m_1/M) + \% \Delta m_2(m_2/M) + \dots + \% \Delta m_n(m_n/M)$$

En este tipo de análisis debemos tener en cuenta que:

- Al tratarse de una variación ponderada, la suma de las aportaciones parciales al crecimiento es igual a la tasa de crecimiento de la magnitud agregada a explicar.
- El componente con mayor tasa de crecimiento porcentual no siempre coincide con el de mayor aportación al crecimiento de la magnitud agregada. Todo depende de su situación relativa respecto a las tasas de variación y peso del resto de los componentes.

EJEMPLO 8

A partir de la siguiente información sobre producción, en millones de euros corrientes:

Ramas de actividad	2003	2004	2005	2006
Agricultura	27,9	28,5	26,4	27,1
Industria	133,4	138,8	143,2	151,7
Construcción	70,6	81,0	94,1	106,4
Servicios	474,4	508,1	546,9	583,7
PIB	706,3	756,4	810,6	868,9

Determinar la contribución de cada sector al crecimiento del PIB en los años:

Ramas de actividad	2003	2004	2005	2006
Agricultura	—	0,1	−0,2	0,1
Industria	—	0,6	0,5	1,0
Construcción	—	1,5	1,7	1,5
Servicios	—	4,8	5,1	4,5
PIB	—	7,0	7,1	7,1

Comentario: El sector servicios es el motor de crecimiento del PIB, pero su papel se debilita en el último año a favor de la industria y la agricultura. La construcción tiene menos importancia relativa que la industria, pero aporta más que ésta al crecimiento del PIB en todos los años.

¿Cuánto es normal que crezca la economía de un país?

La evolución económica de un país se explica a través de las fluctuaciones del producto interior bruto o cualquier otro agregado económico derivado a lo largo del tiempo. Se trata de una trayectoria cíclica donde se suceden etapas de crecimiento y recesión, de duración e intensidad irregular, y por tanto, difíciles de diagnosticar y predecir. La teoría económica se ha ocupado de estudiar las razones de los cambios de los ciclos económicos, dando lugar a distintas interpretaciones según la causa y duración de los mismos, pero hasta el momento con resultados poco concluyentes.

Al margen de los patrones de comportamiento que explica la teoría económica, los analistas de coyuntura económica se refieren a las distintas *etapas del ciclo económico* y a los cambios de tendencia del mismo a partir de la tasa de crecimiento del producto interior bruto. Los valores que determinan el cambio de etapa son convencionales y válidos sólo para interpretar la evolución de la actividad económica de países desarrollados:

ESQUEMA 1.2

Producto interior bruto y ciclo económico

— La actividad económica, medida en crecimiento real del PIB, sigue una trayectoria cíclica en la que se suceden etapas de auge y recesión de duración e intensidad variable y difícil de predecir.

Tendencia → Trayectoria de crecimiento del PIB a largo plazo.

Ciclo económico → Fluctuaciones del PIB a corto plazo alrededor de la tendencia.

— Algunas pistas para situarnos en el ciclo:

Auge	tasa de crecimiento PIB	> 3%
Expansión	"	3 – 2%
Estancamiento/crisis.....	"	0 – 2%
Recesión	"	< 0%

Lo importante no es crecer más sino crecer mejor, tratando de minimizar las oscilaciones del ciclo económico.

EJEMPLO 9

Teniendo en cuenta la siguiente información sobre el PIB, en millones de euros constantes:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
País A	496	504	518	541	575	607	642	682
País B	233	240	246	255	275	284	280	281
País C	103	107	117	122	128	140	150	159

Diagnosticar la situación económica del país A en 2002 y la de los países B y C en el año 2008.

Una vez calculadas las tasas de crecimiento porcentual:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
País A	—	1,6	2,8	4,4	6,2	5,5	5,7	6,2
País B	—	3,0	2,5	3,6	7,8	3,3	-1,4	0,3
País C	—	3,9	9,3	4,2	4,9	9,3	7,1	6,0
1. Situación económica: País A (2002) → Expansión								
País B (2008) → Crisis								
País C (2008) → Auge								

1.2. PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS

La magnitud de síntesis más popular para medir la actividad real es el producto interior bruto (PIB) a precios de mercado, pero no es la única. La aplicación de distintos criterios de valoración contemplados en la contabilidad nacional permite obtener numerosas magnitudes relacionadas que son imprescindibles para análisis más precisos de la actividad económica.

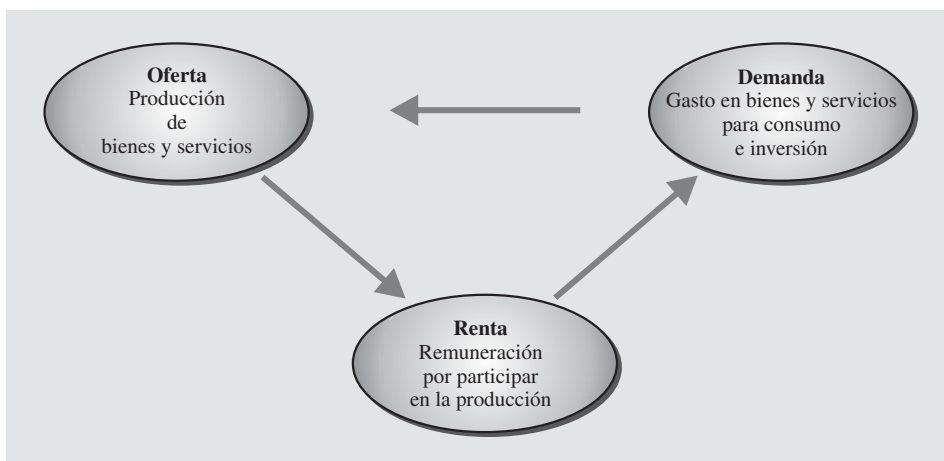
1.2.1. Tres vías que conducen al mismo resultado..., o casi

La obtención de agregados macroeconómicos que miden la actividad real se fundamenta en la existencia de tres vías de cálculo alternativas de resultados equivalentes:

- En términos de producción generada y ofrecida al mercado por las empresas de todos los sectores productivos de un país, es un cálculo desde la perspectiva de la *oferta agregada* de la economía. Se mide la actividad económica como el *valor añadido* de los bienes y servicios producidos a lo largo de un período de tiempo, excluyendo aquellos utilizados en las etapas intermedias del proceso productivo. Es decir, la suma de lo producido menos el valor de los productos incorporados a ese proceso.
- En términos de costes de producción medidos como la remuneración a los factores de producción utilizados en el proceso productivo, es el cálculo desde la perspectiva de la *renta generada*. Esta vía de cálculo coincide con la anterior porque los bienes y servicios producidos generan, al venderse, unos ingresos o rentas que remuneran a los agentes que han participado en el proceso con la aportación de alguna forma de capital o trabajo. En esas rentas se incluyen los salarios, beneficios, impuestos, etc., que constituyen los costes de producción de los bienes y servicios elaborados.
- En términos de gasto de los agentes económicos en la demanda de los bienes y servicios generados, es un cálculo desde la perspectiva de la *demanda agre-*

gada. Resulta de agregar el valor de lo gastado por los agentes económicos en la adquisición de bienes y servicios para satisfacer sus necesidades de consumo, aplicar a sus proyectos de inversión o exportar.

Estas tres formas de abordar el cálculo de la actividad económica —la producción, la demanda y la renta— ofrecen aspectos distintos de la actividad económica, pero, desde la perspectiva de medición, las tres formas de análisis conducen a *resultados equivalentes*. No obstante, esa equivalencia no es casual, porque la lógica de las tres perspectivas es tal que siempre deben arrojar el mismo resultado final: el valor de los bienes y servicios producidos y ofrecidos en el mercado durante un período determinado es, por definición, igual a lo pagado por los compradores de esos bienes y servicios con los ingresos obtenidos por la aportación de trabajo o capital al proceso productivo. Esta triple relación se conoce en los manuales de macroeconomía como flujo circular de la renta.



Esa identidad se basa en el supuesto de que todo lo que se produce se vende; pero..., ¿qué pasa con los bienes y servicios no vendidos? La contabilidad nacional considera la producción no vendida como si fuera adquirida por las propias empresas; es decir, la acumulación de existencias o stocks se considera como parte de la demanda agregada.

En la práctica de la contabilidad nacional puede ocurrir que los resultados finales no coincidan exactamente al utilizar una u otra vía de cálculo. La utilización de fuentes estadísticas diferentes, la complejidad en la valoración de conceptos muy diversos, los desfases temporales de información, la existencia de economía sumergida, etc., pueden dar lugar a *diferencias de valoración* en torno al 1 por 100 del producto interior bruto. En caso de que aparezcan tales discrepancias, para la elección de una u otra vía de cálculo conviene tener en cuenta que, por lo general, la vía de la renta o ingre-

so suele ser la menos fiable; la vía de la producción u oferta agregada parece la más adecuada para los análisis referidos a períodos de tiempo inferiores a un año, mientras que la vía de la demanda resulta adecuada para períodos más largos de tiempo.

1.2.2. El papel de los agentes económicos

Para medir la actividad económica de un país, la contabilidad nacional define el papel de los agentes económicos y desarrolla una serie de conceptos contables que permiten describir con precisión las operaciones que conducen a la estimación de las magnitudes económicas.

La contabilidad nacional no tiene en cuenta las características de los agentes económicos como individuos. Lo que importa es la *función que desempeñan en el sistema económico*. De acuerdo con ese criterio, la actividad económica de cualquier sujeto podrá registrarse en distintos sectores y, por ejemplo, la actividad del propietario de un comercio se registrará como la de un agente del sector de empresas y, a la vez, su actividad como consumidor se registrará como la de un agente del sector familias u hogares. Algunas de las características de los agentes agrupados en sectores institucionales son las siguientes:

Empresas no financieras → Producen bienes y servicios de mercado

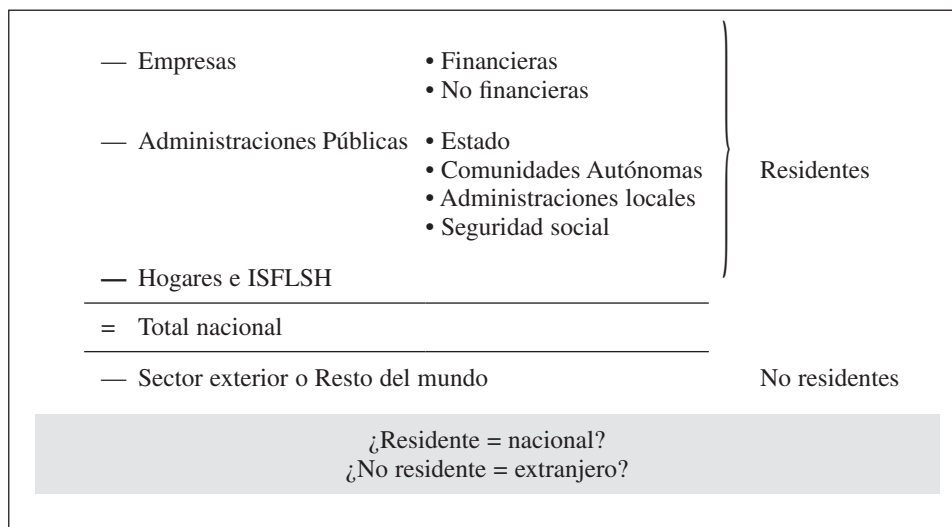
Para cumplir con el objetivo de producir bienes y servicios, las empresas participan en los mercados de *activos reales* como demandantes de bienes y servicios intermedios para llevar a cabo su actividad, y, a la vez, ofrecen bienes y servicios, tanto de consumo final como de inversión; en este sentido, se dice que su actividad determina la oferta agregada de la economía. En los mercados de *activos financieros*, las empresas demandan recursos —se endeudan— para llevar a cabo sus proyectos de inversión y, a cambio, ofrecen pasivos financieros como acciones, obligaciones y una amplia gama de instrumentos rentables para quien los adquiere.

Su principal fuente de renta son los ingresos por la venta de los bienes y servicios producidos, pero también reciben ingresos en concepto de transferencias corrientes y de capital, sobre todo desde las Administraciones Públicas. Con esas rentas las empresas remuneran a los propietarios de los factores de producción —trabajo y capital— que participan en el proceso productivo y a las Administraciones Públicas, que ponen a disposición de la actividad productiva servicios públicos e infraestructuras que deberán remunerarse en términos de impuestos, cargas fiscales, etc. Las empresas consideran estas rentas como parte de sus costes de producción y, a partir de ahí, desarrollan su actividad productiva con la finalidad de maximizar beneficios.

Instituciones financieras → Intermediación financiera

Se incluyen en este sector las sociedades cuyo objetivo principal es la intermediación financiera y la realización de tareas de auxiliares financieros. En cualquier caso,

ESQUEMA 1.3
Agentes económicos según CNE



como empresas que son, también establecen flujos de rentas con el resto de los sectores económicos, semejantes a los de las empresas no financieras.

Forman parte de este sector, por un lado, las llamadas *instituciones monetarias* —banco central, banca privada y pública, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y otras instituciones—, caracterizadas por su capacidad para conceder créditos y emitir pasivos financieros líquidos; por otro lado, las *instituciones no monetarias* —fondos de inversión y de pensiones, empresas de seguros, etc.— que sólo desempeñan labores auxiliares de intermediación.

Administraciones Públicas → Producen servicios no de mercado para la colectividad y efectúan operaciones de redistribución de la renta y la riqueza

Para cumplir sus objetivos, las Administraciones Pública participan en el sistema económico a través de los mercados de activos reales, donde adquieren los bienes y servicios necesarios para conformar la oferta de servicios públicos —infraestructuras, transportes, sanidad, educación, etc.— que les solicita el resto de los sectores económicos. En los mercados financieros demandan recursos para financiar la parte de sus presupuestos no cubierta por impuestos u otros ingresos públicos; para ello, emiten instrumentos financieros que son adquiridos por los agentes con capacidad de ahorro a cambio del pago de intereses por esa deuda.

Su principal fuente de recursos son los impuestos, cotizaciones sociales y otros gravámenes, pero también pueden recibir transferencias, intereses o rentas de la pro-

piedad. Con las rentas obtenidas financian el consumo y la inversión pública, otorgan transferencias corrientes y de capital al resto de los agentes —subsidios por desempleo, pensiones, ayudas a empresas, etc.— que no afectan directamente a la demanda de bienes y servicios en el mercado de activos reales —no se entregan a cambio de bienes o servicios ni remuneran factores productivos—, pero sí indirectamente a través del gasto que realizan los sujetos que las reciben.

Hogares e ISFLSH → Los hogares no sólo consumen

Este sector está integrado por agentes cuya función principal es el consumo final, pero también se incluye la actividad de los productores autónomos, es decir, empresas individuales sin personalidad jurídica que desempeñan labores de producción de bienes y servicios. La principal fuente de rentas son las que perciben como propietarios de factores de producción —trabajo y capital—, que ceden a las empresas a cambio de la correspondiente remuneración (salarios, alquileres, intereses, dividendos, etc.). Los ingresos del sector se completan con las transferencias recibidas de las Administraciones Públicas en concepto de prestaciones sociales (desempleo, pensiones, etc.) y otras transferencias de diversa naturaleza.

Con la renta disponible que resulta de deducir los correspondientes impuestos directos, impuestos sobre la renta y otras cargas sociales, los hogares participan en el sistema económico a través de las siguientes operaciones: en los mercados de activos reales actúan como demandantes de los bienes y servicios que dedican a satisfacer sus deseos de consumo, pero también dedican parte de su renta a la inversión en activos reales como son las viviendas; en los mercados de activos financieros actúan como demandantes de recursos (créditos) para financiar parte de su consumo e inversión y, a la vez, como oferentes de ahorro que colocan en depósitos bancarios, adquisición de títulos y otros activos financieros a cambio de una rentabilidad.

Se consideran instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) a agentes económicos como los sindicatos, iglesias, clubes sociales, asociaciones, fundaciones y organizaciones no gubernamentales, siempre que su función principal sea producir y suministrar bienes y servicios *no de mercado* a los hogares. Aunque la contabilidad nacional presenta este sector separado del sector hogares, su importancia es reducida, y por razones de simplificación lo incluimos en ese sector. Su principal fuente de financiación son las cuotas o transferencias de otros agentes, fundamentalmente de los hogares. Cuando las ISFLSH están financiadas y controladas por las Administraciones Públicas se consideran incluidas dentro de ese sector.

*Resto del mundo → Operaciones corrientes y financieras
entre residentes y no residentes*

Está formado por agentes económicos *no residentes* con los que establecen relaciones económicas los agentes residentes de un país. Se considera como un todo, y sólo en ocasiones se diferencia el área económica o país con el que se establecen las relaciones.

A través de los mercados de activos reales se canalizan las exportaciones e importaciones de bienes, las rentas de factores productivos y las transferencias con el exterior. En los mercados de activos financieros se reflejan los movimientos de divisas y demás instrumentos financieros internacionales necesarios para llevar a cabo las transacciones exteriores de bienes y servicios, así como los relacionados con movimientos de capital:

- Residentes: personas físicas o jurídicas, *nacionales* y *extranjeras*, autorizadas legalmente para desempeñar su actividad habitual en el país (territorio económico) de referencia.
- No residentes: personas físicas o jurídicas no autorizadas para desempeñar su actividad habitual en el país (territorio económico) de referencia.

Tanto residentes como no residentes pueden estar *localizados* en el territorio económico o en el exterior.

1.2.3. El lado de la oferta

Conceptos previos para no perdernos

Atendiendo a la naturaleza de las operaciones que llevan a cabo los agentes de los sectores institucionales en los mercados de activos reales, la contabilidad nacional define operaciones de bienes y servicios que describen la producción, intercambio y utilización de bienes y servicios por sectores institucionales o ramas productivas.

Algunos conceptos contables a tener en cuenta son:

Producción de mercado y no mercado

Se considera producción el conjunto de bienes y servicios generados con la utilización de factores productivos y bienes intermedios. En la contabilidad nacional se diferencia entre producción de mercado —la que se vende en el mercado a un precio *razonable* que cubre como mínimo el 50 por 100 de los costes de producción— y producción de no mercado —aquella que se oferta gratuitamente o se vende a un precio inferior al límite citado—. Se considera producción de no mercado los bienes y servicios generados por las Administraciones Públicas y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares; también la producción dedicada al autoconsumo, como pueden ser los productos agrícolas consumidos por los agricultores o la construcción de una vivienda por una familia.

Producción y valor añadido bruto (VAB)

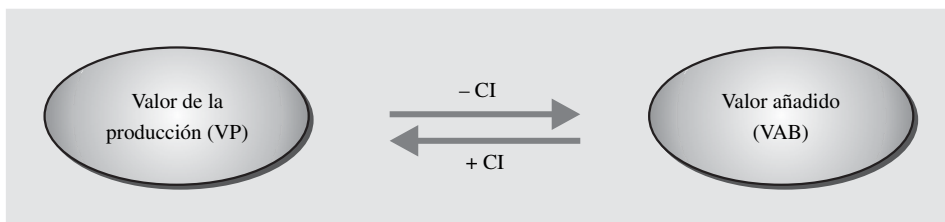
El valor añadido es la aportación de la actividad de los agentes económicos al valor final de la producción en cada etapa del proceso productivo. Es la parte del valor

de la producción que queda después de descontar el valor de los consumos intermedios utilizados en la obtención de esos bienes y servicios. Es la magnitud más adecuada para medir el resultado de la actividad económica:

$$\begin{array}{r}
 + \text{ Valor de la producción (VP)} \\
 - \text{ Consumo de bienes y servicios intermedios (CI)} \\
 \hline
 = \text{ Valor añadido bruto (VAB)}
 \end{array}$$

El consumo de bienes y servicios intermedios es el valor de los bienes y servicios incorporados a lo largo de todo el proceso productivo para la elaboración de otros bienes y servicios finales. No se incluyen los bienes de capital —maquinaria, equipos informáticos, etc.—, que se consideran formación bruta de capital fijo. Por ejemplo, en una fábrica de automóviles los robots utilizados para ensamblar los vehículos son bienes de equipo, mientras que los componentes o piezas utilizados en la producción del automóvil se consideran bienes intermedios.

Para obtener el valor final de un bien debe descontarse el valor de los bienes y servicios utilizados en su producción; de lo contrario se estaría contabilizando varias veces el mismo bien. Así, en el valor final de la producción nacional de automóviles se habrá descontado el valor de las ruedas o la pintura utilizada en su fabricación, porque ya está contabilizada como valor final de la producción de ruedas o pintura. En suma, medir la producción en términos de *valor añadido evita la doble contabilización* de los bienes intermedios en el valor de la producción final de una economía. Por esa razón, es la magnitud más adecuada para medir la actividad económica de un país.



El impacto de la fiscalidad sobre el valor de la producción

El valor de la producción en términos de valor añadido no coincide con el precio que alcanza esa *producción en el mercado*, porque la actividad fiscal de las Administraciones Públicas incide sobre el valor de los bienes y servicios producidos antes de ser adquiridos por los compradores. Pero no todos los impuestos afectan de la misma forma al valor de la producción a precios de mercado, y algunos ni siquiera afectan al valor de la producción. Algunas consideraciones sobre la naturaleza de los impuestos ayudarán a aclarar la anterior afirmación:

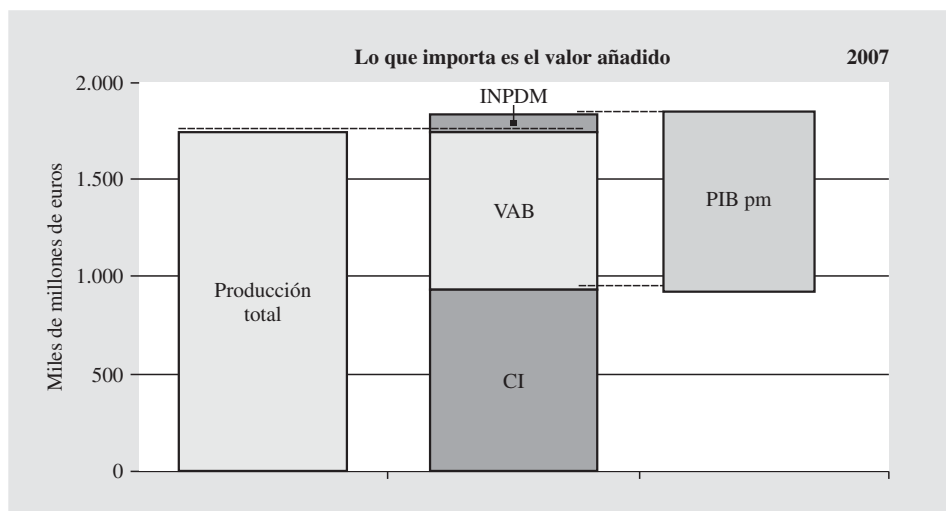


Figura 1.1. Producción y valor añadido en España (FUENTE: Contabilidad Nacional de España. Elaboración propia).

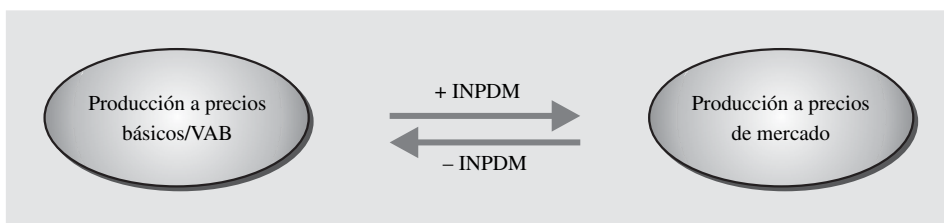
- Los impuestos sobre la *producción* gravan la actividad productiva sea cual sea el volumen de producción, y se pagan aunque no se obtenga beneficios —licencias de actividad, impuestos sobre la propiedad de edificios y otros activos utilizados en la producción, etc.—. Se consideran un coste de producción para las empresas y, por tanto, están incluidos en el cálculo del *valor básico* de la producción en términos de valor añadido.
- Los impuestos sobre los *productos* y las *importaciones* gravan el volumen de producción, distribución o importación, es decir, gravan cada unidad producida, distribuida o importada. No afectan al valor añadido porque no se aplican en la etapa de producción de los bienes y servicios sino en el momento de ser adquiridos; por tanto, aumentan el valor de la producción a precios de mercado.
 - Impuesto sobre el valor añadido (IVA). Impuesto que las empresas recaudan por etapas y que al final recae en su totalidad sobre los compradores finales.
 - Derechos de aduanas sobre productos importados.
 - Otros impuestos sobre productos (sobre consumos específicos, matriculación de vehículos, operaciones financieras, etc.).
- Las subvenciones son ayudas sin contrapartida que las Administraciones Públicas otorgan a los productores con el fin de influir en los niveles de producción y en el precio. Las subvenciones a la *producción* reducen el coste de la actividad —ayudas para fomento del empleo, para reducción de contaminación, para la inversión en I+D, bonificación de intereses, etc.—. Las subvenciones a los

- productos* se otorgan en función del valor o cantidad de lo producido o vendido —precios garantizados para productos agrarios, ayudas a empresas municipales de transporte, etc.—. No afectan al valor básico de la producción en términos de valor añadido, pero reducen el valor de la producción a precios de mercado.
- Los impuestos *sobre la renta, el patrimonio* y otros impuestos corrientes no afectan de forma directa al proceso productivo, y, por tanto, no afectan al cálculo del valor añadido ni al valor de la producción a precios de mercado, aunque sí la renta disponible de los agentes económicos, como veremos más adelante.

La consideración de la actividad fiscal de las Administraciones Públicas en los términos indicados permite diferenciar entre el valor de los bienes y servicios una vez concluido el proceso productivo —producción a *precios básicos*— y el valor de la producción una vez alcanza el mercado.

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Producción a precios básicos/VAB} & \xleftarrow{\quad} & \text{Impuestos sobre producción} \\
 + \text{ Impuesto sobre el valor añadido (IVA)} & & \\
 + \text{ Otros impuestos sobre productos} & & \left. \begin{array}{l} \text{Impuestos netos sobre produc-} \\ \text{tos e importaciones (INPDM)} \end{array} \right\} \\
 + \text{ Impuestos sobre importaciones} & & \\
 - \text{ Subvenciones sobre productos e importaciones} & & \\
 \hline
 = \text{ Producción a precios de mercado} & &
 \end{array}$$

En definitiva, la valoración de los bienes y servicios a *precios básicos* (pb) sólo tiene en cuenta la incidencia de los impuestos sobre la etapa de producción. La valoración a *precios de mercado* (pm) considera tanto la incidencia de los impuestos sobre la producción como sobre las etapas de comercialización o distribución.



EJEMPLO 1

Conociendo la siguiente información de la economía de un país, en millones de euros:

Año 1: Producción de bienes y servicios (pm)	30.500
Subvenciones a la explotación.	250
Impuesto sobre el valor añadido	1.400
Impuestos sobre productos e importaciones	320

Año 2: Producción de bienes y servicios pb/VAB..... 31.100

Calcular la tasa de crecimiento de la producción a precios básicos/VAB:

$$\text{INPDM} = 1400 + 320 - 250 = 1.470$$

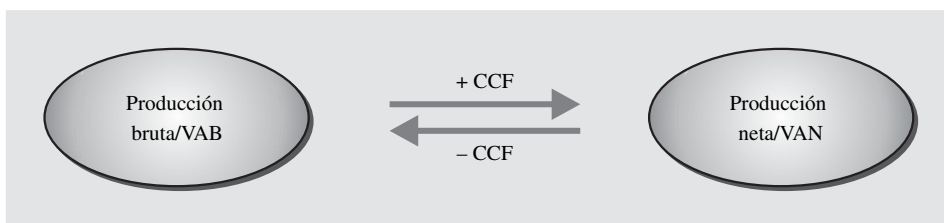
Producción (pb), año 1 = Producción (pm), año 1 – INPDM = 30.500 – 1.470 = 29.030

$$\text{Variación de la producción (pb)/VAB} = [(31.100/29.030) - 1] 100 = 7,1\%$$

La amortización del equipo productivo

El deterioro o depreciación que sufren los bienes de equipo por su uso intensivo en el proceso productivo exige la dotación de fondos de amortización para hacer frente a la reposición del equipo en su momento. En contabilidad nacional la depreciación se expresa en términos de *consumo de capital fijo*.

Si en la valoración de la producción se descuenta el consumo de capital fijo se obtiene el valor en términos netos. Por el contrario, si no se tiene en cuenta la depreciación del equipo se obtienen valores de la producción y el valor añadido en términos brutos:



Por razones técnicas y conceptuales, en contabilidad nacional el cálculo de la depreciación es bastante complejo e impreciso. De ahí que, en la práctica, se utilicen con más frecuencia magnitudes valoradas en términos brutos, sobre todo en los análisis de comparaciones internacionales.

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información en millones de euros:

País A	Producto bruto pm (año 1)	25.000
	Producto bruto pm (año 2)	25.750
País B	Producto bruto pm (año 1)	53.000
	Producto neto pm (año 2).....	53.700
	Consumo de capital fijo (año 2).....	360

¿Qué país registra la mayor tasa de crecimiento de la actividad económica?

Tasa de crecimiento del país A: $[(25.750/25.000) - 1] 100 = 3\%$

Tasa de crecimiento del país B:

Producto bruto pm = Producto neto + CCF = 54.060

$[(54.060/53.000) - 1] 100 = 2\%$

Producción interior y nacional

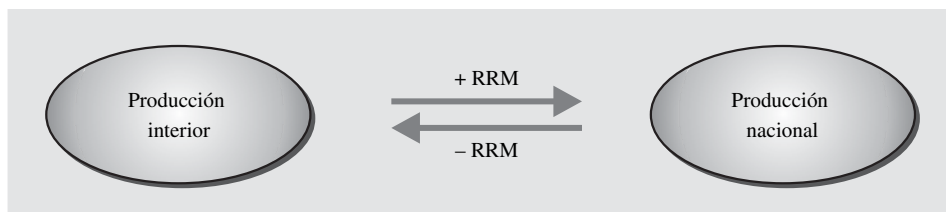
El lugar donde se obtiene la producción y la condición de los productores en cuanto a la residencia marcan la diferencia entre producción interior y nacional:

- Producción *interior*: tiene en cuenta la actividad productiva de residentes y no residentes en el territorio económico del país. Cuenta el territorio.
- Producción *nacional*: tiene en cuenta la actividad productiva de residentes, tanto en el territorio económico como en el exterior. Cuenta la residencia.

La producción interior es el valor de los bienes y servicios generados en un territorio económico, en parte con la aportación de factores de producción —tecnología, capital y trabajo— de productores y empresas no residentes que reciben rentas —intereses, beneficios, salarios, etc.— como remuneración por los servicios prestados. Por el contrario, hay factores de producción propiedad de productores residentes que ayudan en la producción de otros países de los que reciben las correspondientes rentas:

+ Rentas recibidas por residentes que producen fuera del territorio económico	RR fte
– Rentas pagadas a no residentes que producen en territorio económico	RNR te
= Renta neta recibida del (+) o pagada al (–) resto del mundo	RRM

Para pasar de producción valorada en términos de interior a producción en términos de nacional se consideran las rentas netas con el resto del mundo: puesto que en la producción nacional lo que importa es la residencia, de la producción interior habrá que deducir las rentas pagadas a no residentes y sumar las recibidas por residentes fuera del territorio económico, y al contrario para pasar de producción nacional a producción interior:



En las economías receptoras netas de tecnología, capital, trabajo u otros factores de producción, como fue el caso de España durante muchos años, la producción interior es mayor que la producción nacional. Por el contrario, en países como Estados

Unidos o Japón, propietarios de numerosas inversiones y empresas repartidas por todo el mundo, ocurre lo contrario.

EJEMPLO 3

Conociendo la siguiente información, en millones de euros:

PIB pm	32.300
Salarios netos con resto del mundo	37
Rentas netas de la empresa (beneficios) con resto del mundo	-337

1. Calcular el PNB pm.
2. El país..., ¿es receptor neto de inversión extranjera? ¿Por qué?

1. $PNB_{pm} = PIB_{pm} + RNRM$ $RNRM = 37 - 337 = -300$
 $PNB_{pm} = 32.300 - 300 = 32.000$
2. Las rentas netas de la empresa (beneficios) con el resto del mundo tienen signo negativo, es decir, son rentas *pagadas al exterior* como remuneración a factores productivos de no residentes que han generado producto en territorio económico. En consecuencia, el país es *receptor neto* de inversión extranjera.

Producto interior bruto (PIB)

El producto interior bruto mide el valor de todos los bienes y servicios finales generados con factores de producción propiedad de residentes y no residentes localizados en territorio económico, durante un período de tiempo determinado.

Notas:

- Mide el valor final de bienes y servicios obtenidos en una economía, excluyendo los utilizados en las etapas intermedias del proceso productivo. Por tanto, se trata de una magnitud valorada en términos de *valor añadido*.
- Hace referencia a la *producción interior*. Es decir, no se considera el valor de la producción generada por agentes residentes en el exterior, y sí se considera el valor de la producción de agentes no residentes en territorio económico.
- Es una producción valorada *en términos brutos*. No se descuenta el valor de la depreciación del equipo capital, es decir, el consumo de capital fijo. Por tanto, no permite diferenciar la intensidad de uso de los factores de producción en los procesos productivos.
- Incluye producción de mercado y no mercado pero a *precios de mercado*. No debemos confundir la naturaleza de los bienes y servicios incluidos con la valoración que resulta de considerar o no la actividad fiscal en términos de impuestos netos sobre productos e importaciones.

La contabilidad nacional ofrece información sobre valor añadido y producto interior bruto y sus componentes, desagregada a nivel de *sectores productivos* —agricul-

tura, industria, construcción y servicios— y a nivel de *sectores institucionales* —sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas, hogares e instituciones sin fines de lucro y resto del mundo—, lo que permite matizar los cambios de la actividad económica de acuerdo con la naturaleza de la oferta productiva y de los agentes que la generan.

A diferencia de los países europeos, en algunos países avanzados —Estados Unidos y Japón— se utiliza como indicador principal de actividad el producto *nacional* bruto. La diferencia con el producto interior viene dada por el valor de los flujos de rentas primarias con el resto del mundo, un componente que puede ser importante en economías relativamente pequeñas y abiertas al exterior pero menos importante en economías de mayor tamaño. En cualquier caso, no existen diferencias sustanciales en la utilización de uno u otro indicador cuando se hacen comparaciones internacionales en términos de tasas de crecimiento a lo largo del tiempo.

ESQUEMA 1.4

Resumen de agregados por el lado de la oferta

+ Valor de la producción	
– Consumos intermedios	
= VAB Valor añadido bruto, precios básicos	←
Agricultura, ganadería y pesca	
Energía	
Industria	
Construcción	
Servicios	
+ INPDM Impuestos netos sobre productos e importaciones	
= PIB pm Producto interior bruto, pm	←
– CCF Consumo de capital fijo	
= PIN pm Producto interior neto, pm	←
$VAB = VP - CI$ $PIB\ pm = VAB + INPDM$ $PIN = PIB - CCF$	

EJEMPLO 4

De acuerdo con la siguiente información del sector agrícola, en millones de euros:

Valor de la producción	2.300
Consumos intermedios.....	500
Subvenciones a los productos	90
Impuestos sobre productos.....	70
Impuestos sobre la producción de los agricultores.....	50

1. Calcular el valor del PIB agrícola a precios de mercado.
2. Contrastar las siguientes afirmaciones:
 - a) Si aumenta el coste de los consumos intermedios, el valor del PIB aumenta.
 - b) Una política de subvenciones a la producción agrícola aumenta el valor del VAB pb.

1. $PIB_{pm} = VAB_{pb} + INPDM$

$$VAB_{pb} = 2.300 - 500 = 1.800 \quad INPDM = 70 - 90 = -20$$

Los impuestos sobre la producción de los agricultores se consideran un coste de producción, ya que están incluidos en el valor de la producción:

$$PIB_{pm} = 1.800 - 20 = 1.780$$

2.
 - a) Si aumentan los consumos intermedios el VAB pb disminuye y, en consecuencia, también *disminuye* el valor del PIB pm.
 - b) Una política de subvenciones a la producción *disminuye* el VAB a precios básicos y también el PIB a *precios de mercado*.

Indicadores de oferta productiva..., ¿para qué?

Crecimiento económico no es sinónimo de bienestar económico. Producir más no significa distribuir mejor ni utilizar de forma eficiente los recursos disponibles, pero la producción es la base sobre la que se construye el nivel de bienestar de una sociedad. Eso explica que, al margen de sus limitaciones, el producto interior bruto en cualquiera de sus versiones se utilice como una medida aproximada del nivel de desarrollo de un país y como indicador de la situación relativa que ocupa una sociedad en el entorno económico al que pertenece.

Desde esa perspectiva debemos aceptar que el valor del producto interior bruto, en particular en términos por habitante, es el primer *indicador de la capacidad productiva* de un país, una capacidad relacionada directamente con la utilización de los factores productivos y el grado de eficiencia con que se empleen esos factores en función de la disponibilidad relativa de capital físico, tecnológico y humano. La capacidad productiva condiciona el nivel de empleo, la inflación, el comercio exterior, las condiciones financieras y, en definitiva, cualquiera de las variables que son el síntoma del funcionamiento del sistema económico en su conjunto.

La posibilidad de contar con indicadores sofisticados y complejos que midan con más precisión el nivel de desarrollo económico y social no tiene más límite que nuestra imaginación y lo que nos permita la información disponible. Su diseño estará en función del objetivo del análisis a realizar, pero necesariamente deberá incluir entre sus componentes algún indicador de producción económica. Tal es el caso del índice de desarrollo humano (IDH), elaborado por la ONU como indicador de síntesis a partir de la combinación de tres variables —producción, educación y esperanza de vida—, que permite ordenar a ciento setenta y siete países del mundo de acuerdo con su nivel de desarrollo económico y social.

No se trata de crecer más sino de crecer mejor

Para diagnosticar la situación económica de un país no basta con el análisis de los agregados macroeconómicos en términos estáticos. La utilidad del producto interior o cualquier otra magnitud como indicadores de actividad económica alcanza su mayor sentido cuando se utiliza en términos dinámicos, en términos de tasas o índices de variación. El objetivo es *mantener una tasa de actividad económica elevada y estable* a lo largo del tiempo, porque sólo así se puede generar empleo sin provocar tensiones inflacionistas. Un crecimiento intenso pero irregular genera desconfianza entre los agentes económicos, limita las posibilidades de generar empleo, dificulta el control de los precios y tiende a desequilibrar las balanzas de pagos. En suma, las economías mejor valoradas no son las que más crecen, sino las que consiguen mantener un crecimiento no inflacionista de la actividad económica y el empleo tratando de *minimizar las oscilaciones del ciclo económico*.

Una forma aproximada de valorar la trayectoria de crecimiento económico a medio plazo consiste en utilizar los llamados *indicadores de convergencia*, que miden los cambios de la posición relativa de un país dentro del conjunto de países o área económica que conforma su entorno de referencia. Pueden utilizarse numerosos indicadores estadísticos de convergencia, pero, en su formulación más simple, la convergencia o divergencia se mide a través de las diferencias observadas en el peso relativo del producto interior bruto per cápita del país respecto al área de referencia, de modo que existe convergencia cuando se aproximan entre sí los valores, y viceversa. Naturalmente, el proceso de convergencia no es automático y depende de numerosos factores que la dificultan o la favorecen, como son la disponibilidad y la eficiencia en el uso de los factores productivos, el marco institucional de la economía en cuestión, etc.; pues bien, detectar esos elementos y tratar de corregirlos para favorecer la convergencia forma parte de los objetivos planteados en los análisis de la oferta agregada y sus componentes de cualquier economía.

Detectar los motores del crecimiento económico y el empleo

El crecimiento económico no es gratuito. Mantener una tasa de crecimiento estable en el tiempo exige continuos cambios en la cuantía y forma de aplicar factores productivos, así como someterse a reajustes para adaptar la estructura de la oferta productiva a las nuevas condiciones que establecen los cambios en la demanda en los mercados mundiales. De ahí la utilidad de los análisis de la oferta productiva centrada en dos aspectos importantes:

- El estudio de los cambios en la aportación de factores dentro de la función de producción agregada de la economía nacional en comparación con el entorno exterior.
- El estudio de la estructura productiva a través del auge o declive relativos de los diferentes *sectores de actividad* que integran el sistema económico nacional y su relación con los cambios en la dotación de factores productivos.

En el primer caso los trabajos se centran en el concepto de productividad. Bajo este término se recoge la mejora de la eficiencia en el uso combinado de los factores, fundamentalmente capital y trabajo. El estudio de la productividad proporciona una idea de las posibilidades de producción de un país y de cuáles son los objetivos de la política económica dirigida a mejorar el potencial productivo y el empleo a medio plazo; bien entendido, se trata de aumentar la productividad de los factores y simultáneamente generar puestos de trabajo. Los aumentos de productividad a costa de desplazar empleo no tienen sentido económico ni social, como comentaremos más adelante.

Pero el crecimiento económico no es homogéneo, e incluso en momentos de auge las actividades más dinámicas coexisten con otras que, por razones muy diversas, muestran una tendencia al declive y constituyen una rémora para la generación de renta y empleo en el país. Para detectar esos desequilibrios resultan de gran interés los análisis de la oferta productiva por *sectores* y *subsectores*, que permiten evaluar las diferencias en los *patrones de crecimiento* de los mismos y su responsabilidad en la evolución de la oferta agregada de la economía. Así pues, permiten detectar cuáles son las actividades que tiran de la producción y el empleo, cuáles son las más productivas y permeables a la innovación tecnológica y, en definitiva, las más flexibles y preparadas para asumir los cambios en los mercados nacionales e internacionales.

La utilidad de los análisis sectoriales de la oferta productiva no se agota con las referencias anteriores. La comparación en términos nominales y reales de la oferta por sectores productivos permite conocer los *deflatores implícitos* de cada actividad y su responsabilidad en la inflación del conjunto de la economía. Una responsabilidad que, en gran medida, coincidirá con aquellas actividades o sectores productivos menos abiertos a la competencia, menos productivos e innovadores, y con menor capacidad de respuesta frente a los cambios que imponen los mercados citados.

Rasgos de la oferta productiva española

¿Dónde estamos?

La respuesta depende según desde dónde contemplemos el panorama. Según el Instituto Nacional de Estadística, al finalizar el año 2007, el producto interior bruto (PIB) superaba el billón de euros, lo que convierte a la economía española en la quinta economía de la Unión Europea y en una de las ocho o nueve mayores economías del mundo.

La situación no es tan favorable si la describimos en términos relativos. El producto interior bruto por habitante de la economía española todavía no alcanza la media del conjunto de los países de la Unión Europea y, a pesar de los importantes avances de los últimos años, seguimos ocupando el décimosegundo lugar, sólo por delante de Italia, Grecia, Portugal y los doce países de reciente incorporación. La distancia es mayor si tomamos como referencia el producto interior por habitante de Estados Unidos.

Una economía grande pero no una economía avanzada

Las diferencias en PIB por habitante respecto a los países más avanzados ponen de manifiesto un síntoma importante de nuestra oferta productiva: producimos relativamente poco para el nivel de población existente; es decir, la economía española es *menos productiva* que las economías más avanzadas de nuestro entorno.

La razón hay que buscarla en lo que hoy constituye la principal limitación de nuestro patrón de crecimiento a medio plazo: el nivel de capital tecnológico y humano respecto al producto interior bruto de nuestro país equivale a *la mitad del promedio europeo*. Para una dotación concreta de factores de producción —capital y trabajo—, la única vía para poder aumentar el potencial productivo pasa necesariamente por aumentar la productividad de los mismos a base de intensificar el *capital tecnológico y humano*. En ese sentido, la economía española no aprovecha suficientemente la ven-

CUADRO 1.1
Situación relativa de España en la Unión Europea, 2005

Número de orden por PIB pm absoluto ¹	Número de orden según PIB por habitante ²	% sobre Eurozona
18..... 26	1 Luxemburgo 56.981	229,5
17..... 134	2 Irlanda 38.386	130,4
6..... 473	3 Holanda 28.936	116,6
14..... 156	4 Dinamarca 28.924	116,5
10..... 236	5 Austria 28.667	115,4
9..... 250	6 Suecia 27.719	111,6
8..... 288	7 Bélgica 27.563	111,0
2..... 1.634	8 Reino Unido 27.151	109,3
16..... 138	9 Finlandia 26.369	106,2
10..... 1.591	10 Francia 25.455	102,5
1..... 2.087	11 Alemania 25.309	101,9
4..... 1.492	12 Italia 24.253	97,7
5..... 994	13 ESPAÑA 22.960	92,5
11..... 217	14 Grecia 19.581	78,8
12..... 176	15 Portugal 16.659	67,1
13..... 175	16 República Checa 17.153	69,1
15..... 146	17 Hungría 14.482	58,3
7..... 444	18 Polonia 11.640	46,9
—..... 10.798	UE-25 23.371	100,0
—..... 10.362	Estados Unidos 34.927	140,6
—..... 3. 274	Japón 25.655	103,3

¹ En miles de millones de euros a precios y poder de compra corrientes.

² En euros a precios y poder de compra corrientes.

FUENTE: Eurostat. Elaboración propia.

taja de disponer de un factor trabajo más barato que el de los países más avanzados de la Unión Europea, porque la dotación de tecnología y de capital humano es insuficiente para generar una oferta flexible y de calidad capaz de mantener un crecimiento económico no inflacionista a medio plazo.

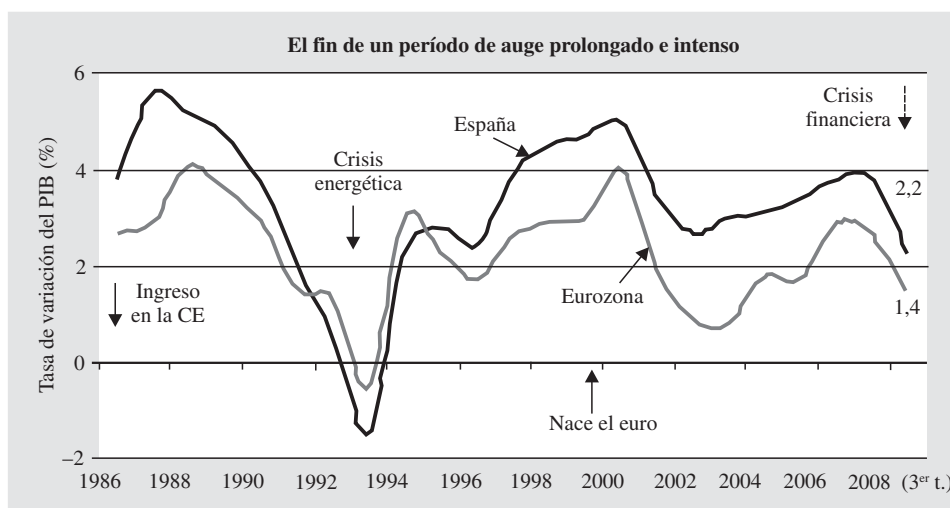


Figura 1.2. Perfil cíclico de la economía española y la eurozona (FUENTE: Contabilidad nacional de España y Eurostat. Elaboración propia).

Crecimiento económico intenso pero poco consistente

Desde la integración en la Comunidad Europea (1986), la economía española emprendió un rápido proceso de apertura a la economía mundial siguiendo unas pautas de comportamiento cada vez más semejantes a las que corresponde a los países europeos más desarrollados. Esa aproximación se vio reforzada por la creación del euro (1999) como moneda única. No obstante, todavía existen notables diferencias a tener en cuenta en diversos patrones de crecimiento:

- La economía española sigue una trayectoria cíclica semejante a la del conjunto europeo pero con fluctuaciones más acusadas: crecemos más y durante más tiempo en épocas de auge y menos en épocas de crisis o recesión. De ese comportamiento se derivan dos consecuencias. Por un lado, parte de las ganancias en convergencia obtenidas en los años de auge con frecuencia se pierden en los años de crisis y, por otro lado, somos más vulnerables a los desequilibrios macroeconómicos vinculados a esa trayectoria cíclica en términos de inflación, paro y desequilibrio externo.

- Desde mediados de la década de los noventa hasta finales del 2006 la economía española conoció la etapa de auge más larga de la reciente historia económica. Mantuvimos un crecimiento prolongado del producto interior bruto a un ritmo *superior a la media comunitaria* en una trayectoria que permitió mejorar la renta por habitante y rebajar notablemente las tasas de desempleo hasta los estándares europeos. Desde mediados de 2007 esa tendencia se rompe, a medida que la crisis financiera internacional acaba con la burbuja inmobiliaria, iniciándose una etapa de estancamiento de la actividad económica de duración desconocida.
- Nuestro crecimiento fue más intenso pero *menos consistente* que el de los países comunitarios más avanzados desde la perspectiva de la utilización de los factores productivos. El mayor crecimiento de la producción y el empleo de los últimos años estuvo acompañado de *retrocesos en los niveles de productividad* respecto a los mayores países europeos, lo que indica una menor eficiencia en la utilización de los factores productivos disponibles y, en definitiva, una oferta más rígida y propensa a tensiones inflacionistas ante cualquier tirón de la demanda.

Fuerte dependencia exterior de productos energéticos

La economía española registra un notable desequilibrio entre el crecimiento del producto interior bruto y el crecimiento de la demanda de energía: el crecimiento del consumo de energía duplica el crecimiento económico. Y esto, en un país que no dispone de oferta propia de productos energéticos y que debe importar en torno al 80 por 100 de la energía que consume, se refleja en un alto grado de dependencia externa que pagamos con una factura por importaciones de petróleo equivalente al 2,5 por 100 de nuestro producto interior bruto frente al 1,8 por 100 de la Unión Europea.

Consumimos mucho un factor de producción que no tenemos y, por tanto, cualquier variación de los precios de los mercados energéticos internacionales supone una amenaza constante sobre las posibilidades de crecimiento de la economía. En las fases de auge, la mayor actividad productiva la pagamos siempre con elevadas tasas de inflación, pérdidas de competitividad y déficit externos mucho más intensos que los países más avanzados de nuestro entorno. Es una situación de ineficiencia productiva que debemos corregir con políticas de diversificación de las fuentes, ahorro energético e innovación en nuevas tecnologías. La eficiencia energética no va en detrimento del crecimiento económico, sino que es un factor decisivo para flexibilizar la oferta productiva, aumentar nuestro potencial de crecimiento y mejorar la competitividad de nuestra economía.

Motores del crecimiento..., que no lo son tanto

Durante las últimas décadas la economía española se ha visto sometida a cambios profundos en la composición sectorial de la oferta productiva. En términos relativos,

producimos cada vez más servicios y menos productos industriales y agrarios, hasta el punto que casi el 60 por 100 del valor añadido bruto está vinculado a actividades relacionadas con los servicios. El *boom* de la demanda de viviendas durante la última década hizo del sector de la construcción el segundo motor de crecimiento de nuestra economía. El proceso no constituye una excepción en relación con lo ocurrido en el conjunto de la Unión Europea, salvo que, en nuestro caso, ha ocurrido de forma más rápida e intensa. Pero existen algunos rasgos peculiares que marcan la diferencia a nivel sectorial.

- De una agricultura tradicional intensiva en trabajo a una agroindustria intensiva en capital

La pérdida de importancia del sector agrario en la generación de valor añadido y empleo de la economía se arrastra desde hace décadas, y está vinculada a las profundas transformaciones de las estructuras económicas y sociales derivadas de la inevitable modernización de la agricultura española. Los cambios en la composición de la demanda de productos agrarios, la rápida apertura a los mercados internacionales y, más recientemente, las exigencias de la política agraria comunitaria, han estimulado el desarrollo de una agricultura intensiva y muy capitalizada que ha elevado notablemente la productividad del sector, pero no ha impedido la pérdida masiva de puestos de trabajo.

Aun así, la importancia de la actividad agraria en nuestra economía todavía es superior a la media de los *países comunitarios* más avanzados, lo que constituye un rasgo diferenciador de nuestra oferta productiva, y probablemente seguirá así en un futuro aunque transformada en una actividad más próxima a la industria y los servicios que a la producción agraria en sentido estricto. Al menos eso se desprende de la orientación de la actividad hacia funciones relacionadas con el desarrollo rural y orientadas a la prestación de nuevos servicios de ocio y medioambientales.

- Menos actividad industrial pero más especializada y competitiva

El retroceso relativo del sector industrial dentro de la oferta productiva española tampoco es un fenómeno reciente. Como en el resto de los países europeos, ese retroceso está vinculado a las dificultades de determinadas industrias para hacer frente a los cambios en la demanda y las condiciones de competencia en los mercados internacionales, sobre todo a partir del desarme arancelario impuesto para nuestra integración en la comunidad europea. Los ajustes más drásticos afectaron a las actividades intensivas en capital y mano de obra poco cualificada —industria de metalurgia, maquinaria pesada e industrias textiles—. Por el contrario, las actividades más penetradas por las multinacionales y permeables a la innovación tecnológica se adaptaron mejor a las nuevas condiciones de los mercados mundiales —caso del automóvil, la química o los bienes de equipo—, hasta transformarse en el núcleo principal de la actividad industrial de nuestro país.

Las industrias de tecnología intermedia y abiertas a la competencia exterior contribuyen positivamente al crecimiento de la oferta productiva del país en términos de valor añadido bruto, pero no tanto al crecimiento del empleo. Su elevada productividad relativa y su estrecha vinculación a los avatares del ciclo económico condicionan la evolución del empleo industrial, pero, a la vez, las convierten en las actividades menos propensas a transmitir presiones inflacionistas.

En cualquier caso, la nuestra siempre ha sido una economía menos industrializada que la del conjunto europeo. Debemos tener en cuenta que la pérdida de importancia en la oferta productiva se debe, en parte, al efecto contable de *externalización de actividades* empresariales, según el cual una parte importante de servicios a las empresas —auditorías, estudios de mercados, etc.—, que antes se prestaban desde las propias empresas y se contabilizaban como actividad industrial, ahora se prestan desde fuera y se contabilizan en el sector terciario, lo que ha contribuido a sobrevalorar el proceso de desindustrialización de nuestra economía.

— La construcción, motor de crecimiento y corresponsable de la crisis económica

El sector de la construcción tiene mayor peso en la oferta productiva española que en el conjunto europeo, y durante muchos años fue uno de los *motores del crecimiento* del valor añadido y el empleo gracias al espectacular aumento de la edificación residencial y, en menor medida, de las obras públicas en infraestructuras financiadas con fondos europeos.

Pero se trata de un motor bastante *vulnerable* porque, a diferencia de otras industrias, la construcción es una actividad de baja productividad que se desarrolla al margen de la competencia exterior y que reacciona con intensidad a los cambios de coyuntura económica: en auge la actividad crece más que el conjunto de la economía, pero en recesión la caída es más intensa y también lo son los efectos sobre el desempleo. El fuerte carácter especulativo del mercado inmobiliario en los últimos años amplificó la sensibilidad de la construcción a los cambios de ciclo económico.

En el sector de la construcción predominan pequeñas empresas que no requieren grandes inversiones en equipos, y predomina la contratación temporal y de baja cualificación. Es un sector con gran capacidad para crear y destruir empleo, por su vinculación a otros sectores, pero también propenso a transmitir presiones inflacionistas cuando al crecimiento de la demanda de viviendas se suman las actividades especulativas en un mercado de oferta limitada y sin competencia alguna del exterior. El final de la burbuja inmobiliaria y correspondiente caída del sector de la construcción a partir del año 2007 ha puesto de manifiesto la fragilidad de este sector, y su impacto negativo sobre el crecimiento del producto interior bruto español.

— Una economía dominada por los servicios

Aunque no alcanzan la importancia de otros países comunitarios, las actividades de servicios son el fundamento de nuestra economía y el principal motor del creci-

miento: en los últimos años su aportación al valor añadido bruto casi duplica la aportación del resto de los sectores juntos y las tres cuartas partes del crecimiento del empleo nacional. Esa evolución de conjunto oculta comportamientos muy heterogéneos que debemos diferenciar.

Por su dimensión y dinamismo, los *servicios de mercado* contribuyen a explicar casi el 80 por 100 del crecimiento total del empleo del sector servicios en su conjunto. Dentro de ellos destacan como más dinámicos los servicios a empresas, mientras que los servicios de distribución, aunque son una parte importante del valor añadido total, registran cierta ralentización en su crecimiento. El empleo del sector servicios es muy sensible a los cambios de coyuntura, debido a la flexibilidad laboral y la estacionalidad de las actividades más vinculadas con el turismo, como la hostelería.

Los *servicios de no mercado* son, en su mayoría, servicios públicos o cuentan con apoyo público. Su actual dimensión tiene que ver con el esfuerzo realizado en España en las últimas décadas para amortiguar el tradicional déficit de servicios públicos, sobre todo, en educación, sanidad y servicios sociales, respecto a nuestros socios comunitarios. Aun así, su importancia en la oferta productiva nacional es menor que en la media de la Unión Europea. Contribuye con intensidad al crecimiento del empleo estable, aunque la política de saneamiento presupuestario de los últimos años ha contribuido a frenar su crecimiento de forma importante.

¿Qué consecuencias tiene para el conjunto de la economía el continuo crecimiento de los servicios? Muchos analistas coinciden en afirmar que el crecimiento de los servicios ha contribuido a *suavizar los ciclos económicos* y sus consecuencias sobre el empleo y la inflación.

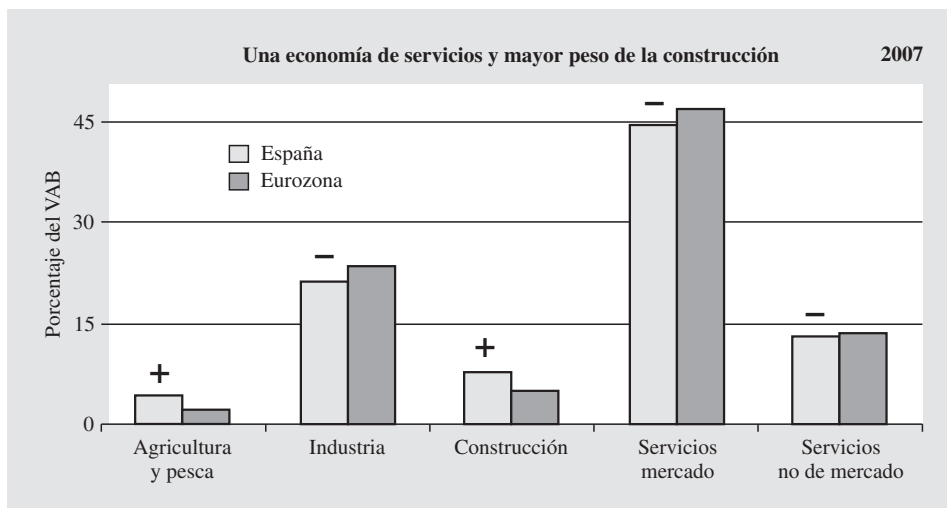


Figura 1.3. Oferta productiva en España y eurozona (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

Los servicios de no mercado —sanidad, educación, etc.— se ofertan a los ciudadanos al margen de los cambios en la coyuntura económica. Por tanto, otorgan un carácter estabilizador de la actividad económica y el empleo. Además, la demanda de servicios es menos dependiente que la demanda de bienes, de modo que en épocas de recesión y desempleo las familias prescinden del consumo de bienes duraderos como automóviles, electrodomésticos, etc., antes que del consumo de servicios como educación, transportes, sanidad, etc. Por otra parte, la actividad y el empleo de los servicios se recuperan con relativa rapidez porque no tienen problemas de existencias, predominan las pequeñas empresas sin grandes inversiones en bienes de equipo, e incorporan con facilidad tecnologías intermedias que mejoran la gestión y organización de su actividad en situaciones difíciles.

Los efectos sobre la inflación son más discutibles. Es cierto que la producción de los servicios fluctúa con menos intensidad y se ve menos afectada por las crisis, incluidas las energéticas, pero la ausencia de competencia externa favorece situaciones de monopolio y facilita el traslado de los costes de producción al precio de los servicios. Así parece demostrarlo la experiencia en actividades como las comunicaciones o los servicios ligados al turismo.

1.2.4. El lado de la renta

Conceptos previos para no perderse

¿Qué son rentas primarias?

Las rentas generadas en el proceso productivo como *remuneración* a los factores e instituciones que han contribuido a obtenerlas. Por tanto, se consideran rentas primarias: la remuneración de asalariados, el excedente bruto de la explotación, los impuestos sobre la producción y las rentas de la propiedad.

— Remuneración de asalariados (RA)

Hace referencia a los sueldos y salarios brutos. Incluye las cotizaciones patronales a la seguridad social, pues tienen la consideración de coste del factor trabajo.

— Impuestos netos sobre la producción, productos e importaciones (INPDM)

Recordemos que los impuestos sobre la *producción e importación* gravan la actividad productiva, con independencia del valor de lo producido. Se consideran un coste más de la producción para las empresas —como los salarios o los consumos intermedios— y están incluidos en el cálculo del valor básico de la producción en términos de valor añadido.

Por el contrario, los impuestos sobre *productos e importaciones* tienen que ver con la etapa de comercialización y se pagan en función del valor de lo producido, vendido

o importado. No se aplican en la etapa de producción sino en la de distribución y, por tanto, aumentan el valor de los bienes y servicios producidos a precios de mercado.

Las dos categorías de impuestos, netas de subvenciones, forman parte de las rentas primarias. Vienen a ser la remuneración que perciben las Administraciones Públicas por su participación en el proceso productivo y posterior comercialización mediante la oferta y mantenimiento de infraestructuras y servicios públicos.

No son rentas primarias los *impuestos corrientes sobre la renta* de familias y empresas, que, como veremos más adelante, no remuneran a factores productivos, tienen la consideración de transferencias y afectan a la distribución secundaria de la renta.

— Excedente bruto de explotación (EBE)/rentas mixtas (RX)

El *excedente* de la explotación es un concepto contable residual que no debe confundirse con los beneficios de la explotación. Se llama excedente, positivo o negativo, a lo que queda del valor añadido una vez remunerado el factor trabajo y pagados los impuestos netos sobre la producción. Remunera la actividad empresarial de los sectores por la aportación al proceso productivo. En sentido amplio, equivale a la *remuneración al capital*, e incluye las rentas en concepto de beneficios, las dotaciones para amortización del capital y otras rentas. Se calcula sin tener en cuenta la titularidad de la propiedad del factor capital.

Las *rentas mixtas* son un concepto contable complementario del excedente bruto de la explotación. Recoge las rentas a los productores autónomos que aportan *capital* y *trabajo*, sin que pueda distinguirse qué parte remunera a uno y otro factor de producción. Dado el carácter residual de este concepto, la partida EBE/RMX no permite diferenciar la titularidad de la propiedad del factor capital en el momento de aportarlo a la explotación.

Valor añadido bruto pm:

- Remuneración de asalariados
- Impuestos netos sobre la producción e importaciones
- Impuestos netos sobre productos e importaciones

= Excedente bruto de la explotación y rentas mixtas (EBE/RMX)

— Rentas de la propiedad (RP)

Hacen referencia al conjunto de las rentas percibidas por los *propietarios* del capital en forma de activos financieros y activos reales no producidos —bienes de equipo, tierra e intangibles—, como remuneración por su aportación a la producción o la utilización por otro agente económico. Como tal se consideran en contabilidad nacional:

- + Intereses de instrumentos financieros
- + Rentas distribuidas de las sociedades (dividendos, participaciones, etc.)
- + Otras rentas de la propiedad (beneficios reinvertidos, renta de la tierra, alquileres, etc.)

= RP Rentas de la propiedad recibidas (+)/otorgadas (–)

A vueltas con el territorio y la residencia

A medida que se intensifican las relaciones internacionales aumenta la movilidad de los factores de producción y su correspondiente remuneración en términos de rentas primarias. Como en el cálculo de los agregados económicos por el lado de la producción, el análisis de los flujos de rentas primarias hace referencia a las recibidas por residentes y no residentes en territorio económico (interior). Para obtener el valor de las rentas primarias en términos de nacional consideramos las remuneraciones recibidas por *residentes*, cualquiera que sea su localización, y excluimos las de no residentes en territorio económico:

- + Rentas primarias recibidas por *residentes* en el resto del mundo
- Rentas primarias recibidas por *no residentes* en territorio económico

= RPRM Renta primaria neta del (+) o al (–) resto del mundo

Distribución secundaria de la renta. Las transferencias

La distribución secundaria alude a la redistribución de las rentas primarias entre los distintos agentes económicos debido a la actuación fiscal de las Administraciones Públicas y otras instituciones económicas. En la distribución secundaria de la renta destacan los siguientes conceptos:

— Transferencias corrientes (TRC)

Las transferencias son operaciones sin contrapartida que *no remuneran a factores* de producción pero alteran la renta disponible de los agentes económicos. No afectan a los flujos de rentas primarias pero sí a la distribución secundaria de la renta. En sentido estricto, la contabilidad nacional considera transferencias corrientes los siguientes flujos:

- Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio
- Cotizaciones a la seguridad social
- Prestaciones sociales: desempleo, pensiones, etc.
- + Otras transferencias: entre administraciones, cooperación internacional, etc.

= TRC Transferencias corrientes recibidas (+)/otorgadas (–)

Cuando se analizan los flujos de rentas de las Administraciones Públicas con el resto de sectores institucionales, se utiliza con frecuencia el concepto de transferencias corrientes *netas* para referirse al flujo resultante de considerar la diferencia entre los impuestos corrientes y las cotizaciones, por un lado, y las prestaciones sociales por otro.

La aplicación de la renta disponible

La utilización de la renta nacional disponible tiene una doble alternativa: se consume o se ahorra. El *ahorro bruto* (AHB) es la parte de la renta nacional disponible no aplicada al consumo final. Las decisiones de los agentes económicos respecto al gasto en consumo final afectan directamente el ahorro bruto, que es la partida fundamental de la que dispone una economía para financiar el crecimiento mediante la inversión en activos reales y financieros.

$$\begin{array}{r} + \text{ Renta nacional disponible} \\ - \text{ Gasto en consumo final público y privado} \\ \hline = \text{ AHB Ahorro bruto} \end{array}$$

Renta Nacional (RN)

La renta nacional mide el valor de la producción a precios de mercado en términos de *remuneración a los factores residentes* que han contribuido a su obtención.

Notas:

- Se trata de rentas percibidas por los agentes económicos en concepto de *remuneración* por participar en el proceso productivo durante un período de tiempo. Se contabilizan como tales las rentas que reciben el conjunto de sectores institucionales a cambio de su aportación de trabajo y capital, además de la contribución de las Administraciones Públicas en concepto de servicios públicos.
- Al tratarse de una magnitud valorada a *precios de mercado*, debe incluir el impacto de los impuestos netos sobre los productos e importaciones.
- Hace referencia a la renta *nacional*. Por tanto, no considera la remuneración de agentes no residentes en territorio económico y sí la de *residentes* localizados en el exterior; es decir, tiene en cuenta los flujos de rentas primarias netas con el resto del mundo.

En la contabilidad nacional, la remuneración de salarios estará valorada en términos de nacional. Las rentas percibidas en concepto de excedente y de impuestos sobre la producción se consideran siempre como resultado de la actividad interior, y para

obtener un saldo de rentas primarias en términos de nacional se incluyen las rentas netas de la propiedad del resto del mundo: intereses, beneficios, alquileres y otras rentas.

Renta Nacional Disponible (RND)

La renta nacional disponible informa de la capacidad de gasto de los agentes *residentes* después de considerar los flujos netos de transferencias corrientes, públicas y privadas, sobre las rentas primarias.

Los recursos obtenidos en concepto de rentas primarias no son las que definitivamente disponen los agentes económicos para financiar su gasto. Esos recursos pueden verse modificados de forma importante por la acción de las *Administraciones Públicas*, que, a cambio de impuestos y cotizaciones sociales, otorgan rentas en concepto de transferencias de distinta naturaleza como subsidios de desempleo, pensiones y otras ayudas, y también por la acción de otros *agentes privados* en concepto de donaciones, herencias, etc., que no tienen la consideración de remuneración. Se trata de lo que en contabilidad nacional se denomina la *distribución secundaria de la renta* como resultado de considerar a los flujos de transferencias corrientes netas.

Es importante tener en cuenta que mientras nos referimos al concepto de renta nacional, las transferencias corrientes que se explicitan son las que se establecen entre la economía en su conjunto y el resto del mundo. Los flujos de transferencias entre

ESQUEMA 1.5

Resumen de agregados por el lado de la renta

+ Remuneración de asalariados	
+ Excedente bruto de la explotación y rentas mixtas	
+ Impuestos netos sobre producción y productos	
+ Rentas de la propiedad	
= Rentas primarias de residentes = PIB pm	←
± RPRM Rentas primarias netas del/al resto del mundo	
= RN Renta Nacional = PNB pm	←
± TCRM Transferencias corrientes netas del/al resto del mundo	
= RND Renta nacional disponible	←
– CF Gasto en consumo final	
= AHB Ahorro bruto	
$RND = PIB\ pm \pm RPRM \pm TCRM$ $RND = CF + AHB$	

sectores institucionales se compensan —unos sectores las otorgan y otros las reciben—, de modo que al considerar la renta a nivel nacional esas transferencias no se explicitan. Ello significa que para analizar flujos de transferencias tan importantes como las de las Administraciones Públicas tendremos que recurrir a la información de la renta disponible desagregada a nivel de sectores institucionales.

EJEMPLO 1

De acuerdo con la siguiente información, en millones de euros:

PIB pm	501.000
Rentas primarias netas del resto del mundo	–4.500
Transferencias corrientes netas del resto del mundo	2.600
Consumo final	70.100

1. Calcular el valor de la renta nacional y renta nacional disponible.
2. Calcular el valor del ahorro nacional bruto.
3. Contrastar las siguientes afirmaciones:
 - a) Un aumento de los salarios recibidos desde el exterior hace aumentar el PIB pm y la RN en igual cuantía.
 - b) Un recorte en el programa de ayudas al desarrollo que recibe el país desde el exterior disminuye el valor del PIB pm y de la RND.

$$1. \quad RN = PIB \text{ pm} + RPRM \quad RN = 501.000 - 4.500 = 496.500$$

$$RND = RN + TRCRM \quad RND = 496.500 + 2.600 = 499.100$$

$$2. \quad AHB = RN - CF \quad AHB = 499.100 - 70.100 = 429.000$$

3.
 - a) Los salarios recibidos del exterior son rentas primarias del resto del mundo (RPRM). Afectan a la RN pero no al PIB pm, que está valorado en términos de interior.
 - b) Los fondos de ayuda al desarrollo tienen carácter de transferencias corrientes del resto del mundo (TRCRM). Por tanto, no afectan el valor del PIB pero sí al valor de la RND.

Renta disponible de sectores institucionales

La naturaleza de las macromagnitudes que se obtienen para cada uno de los sectores institucionales es semejante a las que se obtienen a nivel nacional, pero el análisis desagregado permite obtener información que antes quedaba oculta al agregar flujos de signo contrario entre agentes residentes. Este es el caso de los flujos de rentas primarias y transferencias netas entre sectores residentes, que sólo se explicitan cuando se consideran las relaciones entre los sectores institucionales, pero que se anulan cuando se agregan a nivel nacional, y sólo se manifiestan las que tienen lugar entre el conjunto de la economía y el resto del mundo.

— Renta disponible de los hogares o familias

La renta disponible de los hogares (RDH) mide el valor total de los recursos disponibles para el gasto de las familias *residentes* localizados en territorio económico o en el exterior.

La fuente principal que alimenta la renta disponible de los hogares son las rentas primarias recibidas en concepto de *remuneración de asalariados*. A bastante distancia se encuentran las rentas de la propiedad —alquileres, intereses, dividendos, etc.— que reciben por sus inversiones en activos reales y financieros, y el excedente de la explotación/rentas mixtas que reciben las familias por su actividad productiva como autónomos.

Se trata de renta *disponible*. Por tanto, además de las rentas primarias, habrá que tener en cuenta los flujos netos de *transferencias* resultado de dos flujos opuestos: los impuestos corrientes sobre la renta y las cotizaciones sociales que recaudan las Administraciones Públicas a cambio de las prestaciones sociales —desempleo, pensiones, etcétera— a favor de los hogares o familias.

También se ponen de manifiesto las donaciones privadas sin contrapartida —herencias, ayudas, etc.— entre los hogares y demás sectores residentes y resto del mundo.

La renta disponible de los hogares es el componente mayoritario de la Renta Nacional Disponible y la principal fuente de recursos para financiar el consumo final nacional. Se entiende así el interés que su comportamiento despierta entre los responsables de la política económica de cualquier país para tratar de controlar la demanda agregada de la economía y amortiguar las oscilaciones del ciclo económico.

En algunos manuales de macroeconomía a la renta disponible de los hogares o familias se le denomina *renta personal*, pero ese concepto no debe confundirse con el de *renta per cápita* resultado de la relación directa entre la Renta Nacional Disponible y la población total.

— Renta disponible de las empresas

Como en el caso anterior, la renta disponible de las empresas (RDE) mide el valor total de los recursos disponibles para el gasto de los productores *residentes*, cualquiera que sea el lugar donde se encuentre, en territorio económico y en el exterior.

Las rentas primarias que reciben son casi en su totalidad en concepto de *excedente bruto de la explotación*. Por su naturaleza no cuentan con el recurso de los salarios y, a diferencia de los hogares, no son receptores netos de rentas de la propiedad sino que las pagan en concepto de intereses, beneficios empresariales, etc., como remuneración a las inversiones del resto de los agentes económicos, incluidas las Administraciones Públicas, a las que, además, deberán remunerar con los correspondientes impuestos y cotizaciones sociales a cargo de la empresa.

Es importante tener en cuenta que, desde la perspectiva de la contabilidad nacional, el sector de empresas no lleva a cabo operaciones de consumo final. Por tanto, el ahorro bruto y la renta bruta disponible del sector de empresas coinciden.

— Renta disponible de las Administraciones Públicas

Mide el valor total de los recursos disponibles para el gasto de las Administraciones Públicas resultado de sus relaciones con el resto de los sectores residentes y con el exterior.

La integran los ingresos fiscales y cotizaciones netas de transferencias, rentas de la propiedad —los intereses de la deuda son una partida importante— y el excedente de la explotación de las empresas públicas.

Con los recursos obtenidos llevan a cabo operaciones de consumo final colectivo o público —incluido el gasto de personal al servicio de las Administraciones Públicas— y demás bienes y servicios necesarios para prestar los servicios públicos encomendados.

EJEMPLO 2

Siendo el nivel de renta disponible de los hogares de 5.100 millones de euros, determinar en qué cuantía habrá aumentado o disminuido ese nivel si se producen los siguientes registros en la contabilidad nacional:

Cotizaciones sociales a las AAPP	1000
Prestaciones sociales de las AAPP	1460
Indemnizaciones de seguros	90
Intereses por créditos hipotecarios.....	200
Intereses por propiedad de títulos públicos	290

$$RDH_{pm} = (SAL + RP + RMX + TRH) - (ICH + CSH)$$

Cotizaciones sociales a las AAPP	-1000
Prestaciones sociales de las AAPP	+1460
Indemnizaciones de seguros	+90
Intereses por créditos hipotecarios.....	-200
Intereses por propiedad de títulos públicos	+290
	= 640

Nueva RDH = 5.740 millones de euros.

Indicadores de flujos de renta, ¿para qué?

Los análisis sobre la generación y distribución de la renta constituyen un elemento clave para valorar adecuadamente el *nivel de bienestar* de un país y orientar las medidas de política económica para corregir situaciones de desigualdad. Pero la distribución de la renta no es sólo una cuestión social, sino también un factor determinante del *crecimiento económico*, en la medida que influye sobre variables como el ahorro, la inversión, la productividad o el empleo. Por esa razón, en este tipo de análisis *se contraponen los principios de eficiencia económica y equidad*, y no siempre es sencillo obtener conclusiones unívocas sobre sus resultados, porque con mucha

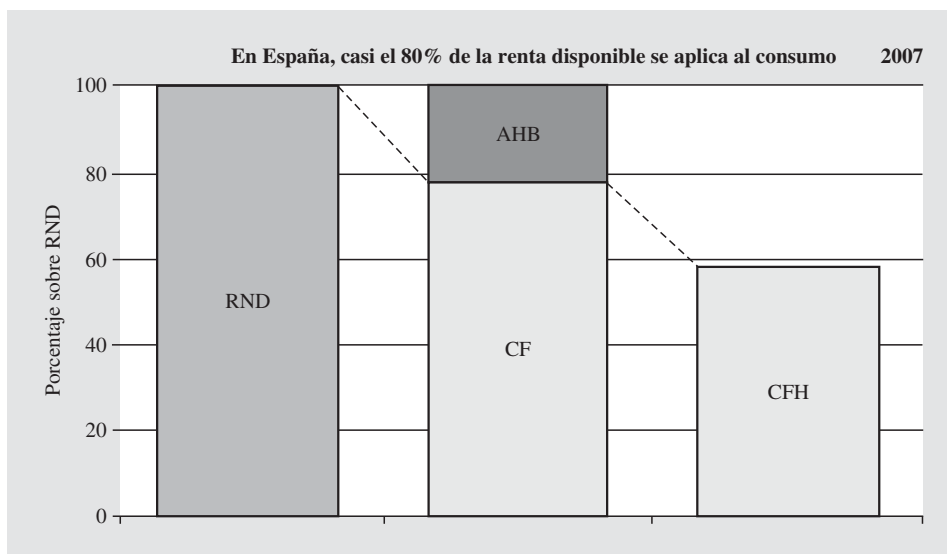


Figura 1.4. Aplicación de la renta disponible en España (FUENTE: Contabilidad Nacional de España. Elaboración propia).

frecuencia su interpretación está impregnada de ideología sobre la conveniencia de una u otra situación.

La distribución de la renta puede abordarse desde distintas perspectivas a partir de la información que proporcionan la contabilidad nacional y otras fuentes complementarias como las encuestas de presupuestos familiares. A partir de ella se elaboran distintos indicadores de concentración-dispersión simples o de mayor rango estadístico como los coeficientes de Gini, índices de desigualdad sigma, etc., que permiten obtener una imagen sintética de la situación y evolución de la distribución de la renta.

Distribución primaria o funcional de la renta

La distribución de la renta bruta disponible en términos de *remuneración de factores* productivos —trabajo y capital— se conoce como *distribución primaria* o funcional de la renta. Se trata de conocer qué parte de la renta remunera al capital en términos de excedente bruto de la explotación, qué parte remunera al trabajo realizado por cuenta ajena con salarios, y qué parte remunera con rentas mixtas a trabajadores autónomos y empresarios individuales que aportan a la vez trabajo y capital.

La teoría económica relaciona los análisis de distribución funcional de la renta con la *eficiencia* de esos factores: se interpreta que los factores se remuneran de acuerdo a su capacidad de generar bienes y servicios, es decir, a su *productividad*. Sin embargo, el simple análisis de la distribución de la renta disponible, tal y como se contem-

pla en la contabilidad nacional, entre *excedente de la explotación, remuneración de asalariados y rentas mixtas*, no es suficiente para diagnosticar la eficiencia de los factores productivos, y mucho menos para conocer si el trabajo o el capital se remuneran mejor en uno u otro momento, en uno u otro sector productivo o en uno u otro país. La información de la contabilidad nacional no contempla aspectos tan decisivos como la naturaleza del capital, el papel de la gestión empresarial, la proporción de asalariados sobre el total del trabajadores, la cualificación laboral o la tecnología disponible. Por tanto, los diagnósticos sobre la eficacia productiva del trabajo y el capital a partir de la evolución de este tipo de indicadores deben tomarse con toda reserva y, como mínimo, acompañarse de indicadores de asalarización y de costes labores unitarios, así como de indicadores de rentabilidad del capital, sin olvidar la asignación de las rentas primarias a las Administraciones Públicas en concepto de impuestos sobre la producción.

Distribución personal de la renta disponible

La distribución personal de la renta está asociada al *principio de equidad*, porque nada asegura que el crecimiento económico, que eleva los niveles de renta medios, vaya siempre acompañado de procesos de distribución de la misma. Este tipo de distribución hace referencia al reparto de la *renta disponible de los hogares* o familias, y se interpreta como que la igualdad o desigualdad en su distribución está en función de la amplitud que ofrece el abanico de niveles de ingresos o gastos de las familias o individuos. Pero la simple clasificación de las familias por niveles de ingresos no es suficiente para calificar un cambio en la distribución de la renta; es necesario contar con otras variables que maticen esa situación, como el tamaño y composición de la unidad familiar o la naturaleza de la fuente de ingresos en términos de salarios u otro tipo de rentas.

El *papel del sector público* es fundamental en la distribución personal de la renta. Por un lado, la renta disponible de las familias puede verse mermada por las cargas que, en términos de cotizaciones sociales e impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio, son aplicadas por las Administraciones Públicas; por otro lado, puede verse aumentada directamente gracias a las transferencias que reciben determinados colectivos a través de las transferencias en concepto de desempleo, pensiones y otras ayudas públicas, o indirectamente cuando se facilita a las familias el acceso a determinados servicios públicos como la sanidad o la enseñanza. La medición de los resultados de la actividad pública sobre la distribución de la renta constituye un importante pero difícil campo de investigación de la economía aplicada en la actualidad.

Los estudios sobre distribución personal de la renta se completan, con frecuencia, con el análisis *de niveles de pobreza*. La intensidad o profundidad de la pobreza se define en relación a un umbral o línea de pobreza, que es el nivel de renta por debajo del cual se considera pobre a una familia. En la Unión Europea se consideran pobres quienes disponen de rentas inferiores al 50 por 100 de la renta media, y como pobres extremos a los que están por debajo del 25 por 100. A partir de ahí se diferencia entre

pobreza absoluta y relativa: la primera se relaciona con la carencia absoluta de bienes esenciales para subsistir, tales como disponer de vivienda en condiciones mínimas de habitabilidad, asistencia sanitaria o disponibilidad de determinados bienes y servicios, mientras que la pobreza relativa tiene en cuenta las carencias en el entorno social en que se mueven las familias, de manera que pueden ser calificadas como pobres familias que en otro momento y entorno socioeconómico no lo son. Entre países desarrollados se analiza la pobreza relativa, mientras que entre los del Tercer Mundo se analiza la pobreza absoluta a partir de indicadores como cuántas personas viven con menos de un euro al día.

Distribución espacial o territorial de la renta disponible

El análisis de la distribución de la renta puede hacerse también bajo la perspectiva espacial, que hace referencia a cómo se reparte la renta generada por una economía nacional entre los distintos territorios. El nivel típico de análisis es el regional —autonómico en nuestro país—, aunque también son frecuentes el ámbito provincial y local. La Contabilidad Regional de España ofrece una descripción cuantificada de la actividad económica regional de nuestro país, permite estudiar la estructura y evolución de las economías regionales, y sirve de base estadística para el diseño, ejecución y seguimiento de las políticas regionales comunitarias.

En los estudios de distribución territorial de la renta destacan dos perspectivas dominantes. La primera propone como herramientas la utilización de políticas públicas de mejora en la distribución secundaria por la vía de ayudas, transferencias corrientes preferentes, establecimiento de fondos de solidaridad interterritorial, etc. La segunda perspectiva centra su atención en la idea de convergencia o disminución progresiva de las diferencias a partir de la mejor utilización de factores productivos, nivel de desarrollo tecnológico, capacidad de gestión empresarial y cualquier otro elemento relacionado con la productividad como variable determinante del crecimiento y la reducción de diferencias; este enfoque está más próximo a los contenidos que integran la política de desarrollo regional.

Rasgos de los flujos de renta de la economía española

Más producto interior, pero no tanta renta nacional disponible

Durante los últimos años la renta nacional disponible española ha crecido con menos intensidad que el producto interior bruto. Esta tendencia no tiene nada de preocupante; sólo es síntoma del intenso proceso de integración de nuestra economía en los mercados internacionales y su correspondiente reflejo en los flujos de *rentas primarias y transferencias corrientes* con el exterior.

Nuestro papel de receptores netos de capital, en buena parte debido a flujos de inversión directa desde países europeos, no es gratuito. Se remunera con dividendos, beneficios, intereses, etc., que merman el volumen de renta disponible pero hacen

posible el crecimiento de la renta bruta y el empleo. A lo anterior se suma el creciente flujo de transferencias hacia el exterior en concepto de remesas de inmigrantes; flujos que en su momento fueron salarios percibidos por extranjeros residentes en concepto de remuneración al trabajo. Es cierto que todavía existe un importante flujo de transferencias hacia nuestro país en concepto de ayudas de las instituciones comunitarias a la política agraria y el desarrollo regional, pero su importancia será menor a medida que se consolide la ampliación de la Unión Europea a países con menor nivel de renta.

¿Debe interpretarse esto como una peligrosa situación de dependencia del exterior que limita el futuro crecimiento de la economía española? De ninguna forma. Se trata de la justa remuneración a unos factores sin cuya colaboración hubiera sido imposible el crecimiento de actividad económica española de los últimos años. Una colaboración que, dada la escasez relativa de capital y trabajo en las condiciones necesarias para nuestra economía, deberá mantenerse en el futuro para garantizar el crecimiento de la actividad económica y el empleo en nuestro país.

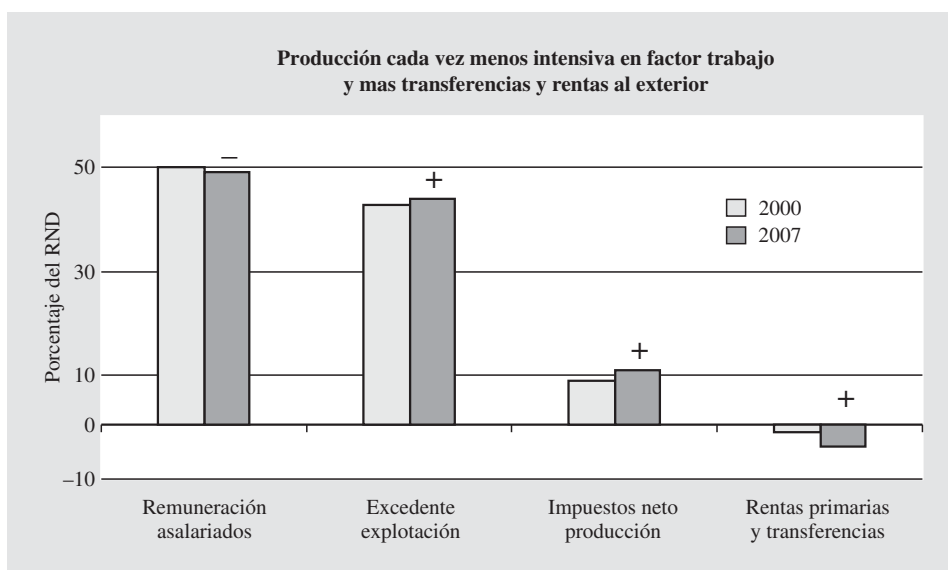


Figura 1.5. Origen de la renta disponible en España (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

Importancia de la remuneración al trabajo

En nuestro país se destina a remunerar el *factor trabajo* en torno a la mitad de la *renta nacional disponible*, y el resto a remunerar el capital y las Administraciones Públicas en forma de impuestos sobre la producción y las importaciones. Esa propor-

ción de rentas salariales es notablemente inferior al conjunto de la Unión Europea, debido principalmente a que la proporción de trabajadores asalariados del total de empleados —tasa de asalarización— es inferior en nuestro país y, en consecuencia, también lo es la cuantía de renta en términos de remuneración a los asalariados.

El peso relativo de las rentas de asalariados ha aumentado ligeramente en los últimos años, lo que no debe interpretarse como un cambio en la distribución de la renta a favor de los asalariados, sino —en línea con el razonamiento anterior— como la consecuencia del aumento de la tasa de asalarización que normalmente acompaña a las fases expansivas del ciclo económico como la de los últimos años de la década de los noventa: ante buenas expectativas de empleo, muchos pequeños empresarios y ocupados autónomos pasan a ser asalariados. La influencia del ciclo económico en la distribución factorial de la renta es un fenómeno común en las economías desarrolladas, pero la intensidad de esa relación parece más intensa en España que en la Unión Europea, lo que se explica por la notable volatilidad del empleo en situaciones de recesión económica.

La remuneración al capital, en términos de *excedente bruto de la explotación*, se sitúa en torno al 40 por 100 de la renta nacional disponible y muestra un ligero retroceso dentro del total de esa renta. Esto no significa que la rentabilidad del capital haya disminuido en los últimos años. En realidad, el excedente bruto de la explotación —un concepto más amplio que el de beneficios— tiene un comportamiento procíclico muy acusado, dada su estrecha relación con la actividad económica y registra aumentos importantes en los últimos años, pero no tan intensos como los impuestos sobre la producción e importaciones y los flujos de rentas primarias con el exterior. Recordemos que para obtener conclusiones sobre la rentabilidad del capital son necesarios análisis más detallados y complejos que la simple observación del excedente de la explotación.

El papel de los sectores institucionales

— La renta familiar es dominante

La renta del sector de hogares desempeña un papel determinante en la distribución de la renta nacional disponible. A través de las familias se canaliza más del 65 por 100 del total de la renta disponible española, lo que explica el interés de los gestores de la política económica por conocer los mecanismos que permiten influir en las decisiones de estos agentes: el control de la renta disponible de las familias es el objetivo indispensable para conseguir un crecimiento no inflacionista de la actividad económica y el empleo.

La *remuneración de asalariados* y las transferencias en concepto de *prestaciones sociales* constituyen las dos fuentes principales de recursos de las familias, aunque los ingresos en concepto de excedente bruto de la explotación y rentas mixtas de los autónomos representan una parte importante del sector en su conjunto. En proporción mucho menor, las rentas de la propiedad —intereses, dividendos y otros beneficios—

completan las rentas primarias del sector. Una vez descontadas las cargas que soportan las familias en concepto de cotizaciones sociales e impuestos corrientes sobre la renta —más del 35 por 100 de su renta disponible—, se dispone por fin de los recursos para gastar. De su renta disponible, las familias españolas dedican a *gastos de consumo* en torno al 90 por 100, y sólo el 10 por 100 restante lo dedican al *ahorro bruto*. El ahorro familiar es la *principal fuente de ahorro nacional*, de la que se nutre no sólo la inversión de las propias familias —adquisición de viviendas— sino también buena parte de la inversión empresarial y de las Administraciones Públicas.

— Las empresas como fuente de rentas

Puede sorprender que la renta disponible de las empresas españolas apenas represente la quinta parte de la renta disponible de las familias. Pero debe tenerse en cuenta que, desde la perspectiva de la contabilidad nacional, los propietarios de los factores de producción —incluido el capital— no son las empresas sino las familias y, por tanto, una parte importante de las rentas primarias generadas en concepto de excedente de la explotación acaba en manos de las familias en forma de intereses, dividendos y otros beneficios, y por otra parte en manos de las Administraciones Públicas en forma de impuestos sobre sociedades. En suma, conviene no identificar la propiedad de los factores de producción, ni siquiera el capital, con el sector de empresas; desde la perspectiva de la remuneración, se debe identificar la empresa como el sector que *aporta la gestión* del trabajo y el capital en el entramado productivo de la economía.

De acuerdo con su función en el sistema productivo, el consumo de las empresas tiene una importancia marginal, pues éstas dedican casi la totalidad de su renta disponible a generar el ahorro con el que financiar sus proyectos de inversión productiva. Pero el *ahorro de las empresas* es relativamente escaso dentro del conjunto del ahorro nacional, y del todo *insuficiente* para financiar la formación bruta de capital nacional; de ahí que deban recurrir al ahorro de las familias —y remunerarlo debidamente con intereses y beneficios— para poder desempeñar su papel como motor del crecimiento económico.

— El papel distribuidor de las Administraciones Públicas

La participación de las Administraciones Públicas españolas en la renta nacional resulta algo inferior a la que corresponde a los principales países de la Unión Europea. Pero el papel de las Administraciones Públicas no es buscar mayor participación en la renta disponible, sino mejorar la distribución secundaria de la renta y aplicar con eficacia los recursos disponibles para la inversión pública.

Para cumplir su cometido, la renta disponible de las Administraciones Públicas se nutre de los impuestos y de las cotizaciones sociales que aportan trabajadores y empresarios. Durante los años de bonanza económica en nuestro país, los ingresos por cotizaciones superaron a los ingresos por impuestos, lo que da una idea de la dimensión alcanzada por el sistema de Seguridad Social y su importancia en el equilibrio presu-

puestario registrado en aquellos años. Pero el papel distribuidor se pone de manifiesto en la evolución del gasto en transferencias de *carácter social*: más del 60 por 100 de la renta disponible de las Administraciones Públicas se dedica a estos menesteres y, dentro de ellos, los gastos en sanidad y pensiones dominan claramente en importancia.

El ahorro bruto de las Administraciones Públicas españolas, como en el resto de las economías europeas, está muy vinculado al ciclo económico y la política fiscal de los respectivos gobiernos. En etapas de recesión económica se reducen los ingresos públicos y aumentan los gastos en transferencias. Por el contrario, en etapas de crecimiento sostenido, como la de la economía española de los últimos años, se registran tasas de ahorro positivas, y las labores de distribución de la renta y la inversión pública pueden llevarse a cabo sin necesidad de endeudamiento con el resto de los sectores institucionales.

Desigual distribución de la renta..., pero avanzamos

Los trabajos disponibles coinciden en afirmar que, al contrario de lo que ha ocurrido en algunos de los países más desarrollados, la *distribución personal* de la renta en España ha mejorado a lo largo de las dos últimas décadas. Esto no significa que hayamos alcanzado los niveles de igualdad de que disfrutaban alemanes, franceses, británicos ni mucho menos los ciudadanos de los países nórdicos, pero es que las diferencias de partida eran muy notables.

Los diferentes indicadores muestran una lenta pero continua tendencia a la reducción de diferencias en el nivel de renta personal en nuestro país: los hogares con mayores niveles de renta pierden peso relativo en el total de la renta a favor de los hogares con menores niveles de renta. Curiosamente, esa mejora se produce a la vez que aumentan las diferencias en el *abanico salarial*, lo que pone de manifiesto la creciente importancia de otro tipo de rentas en los ingresos de las familias españolas —rentas del capital, de revalorización de activos reales, etc.— y, sobre todo, las transferencias por desempleo, jubilación y ayuda familiar. Los factores que contribuyen en mayor medida a la dispersión salarial en nuestro país están relacionados con diferencias en el nivel de ocupación, en el nivel educativo y, en los últimos años, en la existencia de una creciente proporción de *contratos temporales*, que marcan la diferencia de ingresos con trabajadores de contrato indefinido.

La evolución en la distribución personal de la renta es coherente con los resultados obtenidos en los análisis sobre la *pobreza relativa* en nuestro país. Durante las dos últimas décadas los niveles de pobreza han descendido. Sin embargo, según la OCDE, la tasa de pobreza en España alcanzaba a mediados de los noventa el 12 por 100 de los hogares españoles, cifra ligeramente superior a la media de países de la Comunidad Europea pero bastante inferior al 16 por 100 de Estados Unidos, lo que marca la diferencia en la concepción de los sistemas de protección social norteamericano y de los países europeos. El principal grupo de riesgo de pobreza es la tercera edad, de modo que los hogares españoles cuyo sustentador principal tiene más de sesenta y cinco años representan una tasa muy por encima de la media: más de un tercio de estos hogares están por debajo del umbral de pobreza en nuestro país. Otros grupos de riesgo son

los hogares cuyo sustentador principal está en paro y los encabezados por personas jóvenes con nivel educativo bajo.

¿Basta el crecimiento económico para corregir las desigualdad de la renta? Es evidente que sin una decidida política de intervención de los poderes públicos las disparidades personales y regionales de renta tenderían a aumentar. Todavía queda mucha tarea para la actividad redistributiva del sector público, a base de obtener rentas con impuestos de los grupos sociales y las zonas más prósperas, y canalizarlas hacia las más pobres o las de mayor tasa de paro que, por lo general, son coincidentes.

1.2.5. El lado de la demanda

Conceptos previos para no perdernos

Gasto en consumo final

Es el gasto realizado por *residentes*, dentro y fuera del territorio económico, en la adquisición de bienes y servicios —de producción nacional e importados— para satisfacer directamente las necesidades individuales y colectivas de los ciudadanos. Se diferencia entre:

- Consumo de los hogares e ISFLSH. Es el valor de los bienes y servicios adquiridos por las economías familiares para ser consumidos. No se incluye en este concepto el gasto en adquisición de vivienda, que se considera un bien de inversión. Se identifica con el consumo privado o individual de los manuales de macroeconomía.
- Consumo de las Administraciones Públicas. Es el valor de los bienes y servicios de producción propia o adquiridos en el mercado para cumplir con su oferta de servicios públicos —sanidad, enseñanza, etc.—. Se incluye en esta partida el importe de la remuneración de los funcionarios y otros trabajadores al servicio de las Administraciones Públicas. Se identifica con el consumo público o colectivo de los manuales de macroeconomía.

Formación bruta de capital

Es el gasto realizado por productores residentes en el territorio económico y el resto del mundo, para adquirir:

- Bienes de capital fijo. Gastos para adquirir bienes de equipo, incluidos gastos en investigación, programas informáticos, etc., con el fin de utilizarlos durante más de un ejercicio económico en la producción de otros bienes y servicios.
- Construcción residencial. Gasto en la adquisición de las viviendas nuevas en el ejercicio económico de referencia. No se incluye la adquisición de viviendas de segunda mano, que se considera un concepto de consumo final.

- Variación de existencias. Se refiere a la diferencia, al principio y final de un período, del valor de las materias primas, bienes en proceso de fabricación y productos terminados que se almacenan para su uso posterior. La contabilidad nacional considera la producción almacenada como si fuera adquirida por las propias empresas; de ahí que se considere un componente de la demanda interna.

Saldo neto exterior

Hace referencia al saldo resultante de la diferencia entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. También se llama demanda externa neta.

- Las exportaciones reflejan el valor de los bienes y servicios de producción interior o importados, adquiridos por agentes *no residentes*.
- Las importaciones recogen el valor de los bienes y servicios de producción exterior, adquiridos por agentes *residentes*.

Uno de los criterios de clasificación de exportaciones e importaciones utilizados por el SEC-95 diferencia entre los flujos que se establecen entre los países miembros de la Unión Europea y los que se establecen con terceros países, es decir, el comercio extracomunitarios.

El consumo y el territorio

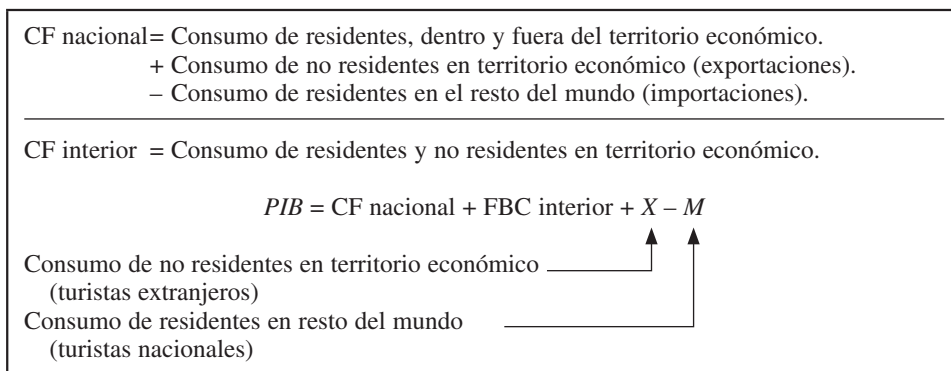
La formación bruta de capital es realizada siempre por residentes. Por tanto, en sentido estricto, es un concepto valorado en términos generales como nacional. No ocurre lo mismo con el consumo final. La contabilidad nacional permite diferenciar entre consumo de residentes y no residentes, y por tanto entre consumo interior y consumo nacional.

Esta precisión resulta particularmente útil para analizar el consumo de servicios de turismo. La prestación de servicios turísticos a extranjeros (no residentes) en territorio económico tiene la consideración de una exportación y no está incluida en el consumo final de servicios que se valora en términos de nacional. Del mismo modo, cuando un español (residente) viaja al extranjero consume servicios en territorio no económico que deben considerarse como una importación, pero que sí está incluida en el consumo final de servicios que se valora en términos de nacional.

En el esquema 1.6 se explica la aparente incoherencia entre el primer miembro de la ecuación de la renta valorado en términos de interior (producto interior bruto) y el segundo miembro valorado parcialmente en términos de nacional (consumo nacional). Teniendo en cuenta las exportaciones e importaciones, el segundo miembro en su conjunto está valorado también en términos de interior.

ESQUEMA 1.6

¿Consumo nacional o consumo interior?



EJEMPLO 1

A partir de la siguiente información en miles de millones de euros:

Consumo final de no residentes en territorio económico	160
Consumo final de residentes fuera del territorio económico.....	20
Consumo final nacional.....	2.000

1. Calcular el Consumo Interior.

$$CF \text{ interior} = CF \text{ nacional} + CF \text{ no residentes} - CF \text{ residentes fuera} = 2.140$$

2. Cuanto mayor es el gasto de los turistas extranjeros en nuestro país, mayor la demanda nacional. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Falso. El gasto de turistas (consumo de no residentes) no afecta la demanda nacional. Sí afecta a la demanda final porque es una exportación de servicios.

Demanda nacional y demanda final

La demanda nacional (DN) mide el valor de los bienes y servicios, de producción interna o importados, demandados por residentes para el consumo final y la formación bruta de capital.

Notas:

- Es una valoración hecha a precio de mercado, comparable con la oferta interna y externa valorada en los mismos términos. Incluye el impacto del IVA y demás impuestos netos sobre los productos.

- Se hace referencia a la demanda nacional. Es decir, la demanda de bienes y servicios de todos los agentes residentes localizados en territorio económico y resto del mundo.

La demanda final (DF) mide el valor de los bienes y servicios, de producción interna o importados, demandados por residentes y no residentes para el consumo final y la formación bruta de capital. Incluye, por tanto, la demanda nacional y la demanda de exportaciones.

ESQUEMA 1.7

Resumen de agregados por el lado de la demanda

+ <i>CF</i>	Gasto en consumo final Individual/privado Colectivo/público	
+ <i>FBC</i>	Formación bruta de capital	
= <i>DN</i>	Demanda Nacional	←
+ <i>X</i>	Exportaciones de bienes y servicios	
= <i>DF</i>	Demanda Final	←
– <i>M</i>	Importaciones de bienes y servicios	
= <i>PIB pm</i>	Producto Interior Bruto, pm	←

$$PIB\ pm = CF + FBC + X - M$$

$$PIB\ pm = DN + DEN$$

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información en millones de euros:

Consumo privado	20.950
Consumo final	24.200
Formación bruta de capital	6.500
Exportación de bienes y servicios.....	6.300
Importación de bienes y servicios.....	5.000

Determinar:

1. Consumo público.
2. Demanda final y demanda externa neta y saldo neto exterior.
3. Producto interior bruto a precios de mercado.

1. Consumo público	$CPUB = CF - C \text{ hogares} = 3.250$
2. Demanda final	$DF = CF + FBC + X = 37.000$
Demanda externa neta	$DEN = X - M = 1.300$
Saldo neto exterior	$SNE = DEN = 1.300$
3. Producto interior bruto	$PIB_{pm} = DF - M = 32.000$

Indicadores de demanda. ¿Para qué sirven?

Los análisis de la demanda sirven para detectar la orientación de la actividad económica. La falta de adecuación entre demanda y oferta productiva genera desajustes en la utilización eficiente de los factores productivos, que se manifiesta en desequilibrios macroeconómicos como el desempleo, la inflación y el déficit de balanza de pagos.

Para evitar esos desajustes, los responsables de la política económica, conscientes de las dificultades de obtener resultados a corto plazo, tratan de conocer en profundidad las razones que explican el comportamiento de la demanda final y de sus componentes —consumo, formación bruta de capital y exportaciones—, con la esperanza de poder influir sobre ellos o al menos prever su comportamiento y minimizar las consecuencias sobre los valores de equilibrio. Desde esa perspectiva, los análisis de la demanda son imprescindibles para planificar y ejecutar la *política de estabilización económica* que pretende alcanzar el crecimiento no inflacionista de la actividad económica y el empleo.

Componentes de demanda y ciclo económico

A medida que los flujos comerciales y financieros se internacionalizan, las economías se hacen más interdependientes y sus trayectorias de crecimiento más semejantes. Por un lado, las perturbaciones internacionales y los problemas de las grandes economías se transmiten con mayor rapidez, de modo que cada vez es más difícil sustraerse a las tendencias del ciclo económico internacional y, en consecuencia, cada vez son más limitadas las posibilidades de las autoridades nacionales para estabilizar el crecimiento económico de forma autónoma y al margen de la influencia del exterior. Por el contrario, el aumento de las exportaciones e importaciones en la demanda externa neta puede jugar un importante papel como *amortiguador* del ciclo económico:

- En épocas de recesión, la demanda externa de exportaciones puede amortiguar la caída de la demanda nacional. Un comportamiento no garantizado, ya que para que funcione es necesario contar con un entorno económico internacional relativamente favorable y un nivel de competitividad suficiente que garantice la presencia en los mercados exteriores.
- En épocas de auge, el aumento de las importaciones frena el crecimiento excesivo de la demanda nacional y el posible recalentamiento de la economía y sus

consecuencias sobre la inflación. Ese comportamiento tampoco está garantizado. Las importaciones de determinados factores productivos, como es el caso de la energía, pueden ser un vehículo para transmitir inflación y mayores costes a la producción interna.

Componentes de demanda e inflación

En principio, la responsabilidad de cualquier componente de demanda para generar inflación depende de la velocidad de su crecimiento en relación con la oferta disponible y de su importancia relativa dentro de la demanda final. La información que ofrece la contabilidad nacional permite hacer el seguimiento de los deflatores implícitos —relación entre el valor en términos nominales y el valor en términos reales— de cada uno de los componentes, y determinar su contribución al proceso inflacionista del conjunto de la economía.

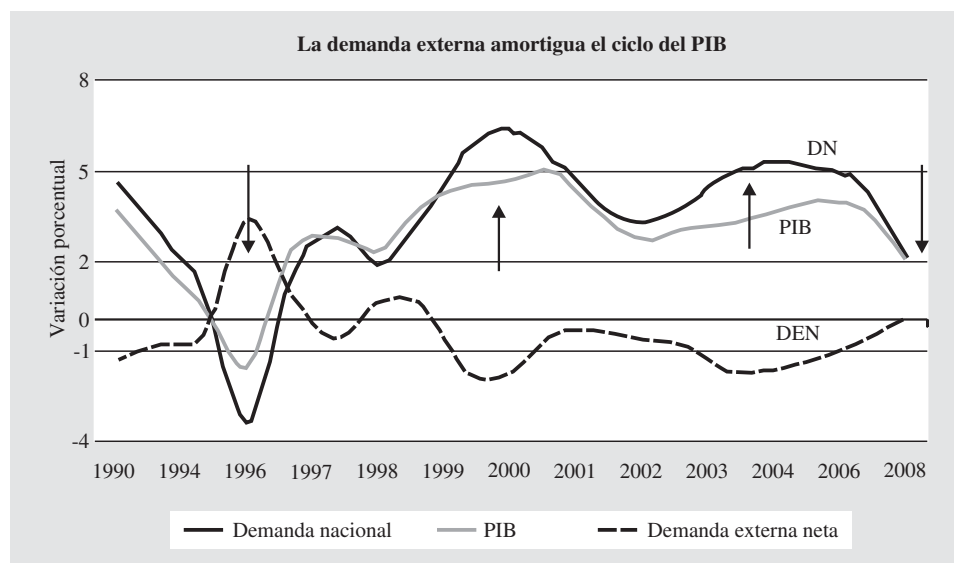


Figura 1.6. Demanda nacional y externa en el ciclo económico (1990-2008) (FUENTE: Síntesis de indicadores económicos. Ministerio de Economía).

El carácter más o menos inflacionista de esos componentes depende también de las expectativas de los agentes económicos —consumidores, empresarios, Administraciones Públicas, etc.— frente a los cambios en la situación económica general y frente a las correspondientes medidas de política económica. Pero las expectativas no son fáciles de medir. Pueden estimarse de forma aproximada mediante encuestas que

sirven de base para elaborar indicadores sobre la evolución de la actividad económica y los precios a corto plazo que complementan la información original de la contabilidad nacional y permiten matizar la responsabilidad de los componentes de demanda en la inflación y las posibilidades de corregirla con medidas de política económica.

Rasgos de la demanda final española

Desde la incorporación de la economía española al mercado europeo, la importancia de la *demanda externa neta* ha aumentado notablemente hasta duplicar su peso relativo en el producto interior bruto en poco más de quince años. Aun así, la demanda externa es sólo un *condicionante* de nuestro crecimiento económico y de los desequilibrios vinculados al mismo, pero el motor principal del crecimiento económico es la *demanda interna*, en particular el consumo privado.

Más consumo que la media europea

El consumo domina en la demanda final española y supera en importancia relativa al del conjunto europeo. Dentro de ese componente, el gasto en *consumo privado* de bienes y servicios es el determinante de su evolución, pues representa más del 60 por 100 del producto interior bruto y no ha dejado de crecer en los últimos años, incluso con mayor intensidad que lo ha hecho la renta disponible. Se trata, como explican los manuales de macroeconomía, de una variable procíclica muy sensible a los cambios de expectativas de los consumidores frente a la situación económica y del mercado de trabajo. Es decir, en épocas de auge y generación de empleo tiende a crecer con más intensidad que la actividad económica, mientras que en épocas de recesión y paro se reduce con más fuerza. Por esa razón merece la máxima atención de los responsables el mantener los niveles de actividad económica, inflación y empleo adecuados a los objetivos previstos en cada momento.

La mayor parte del gasto en consumo de las familias españolas se dirige a la adquisición de *alimentos*; no obstante, la tendencia observada en los últimos años apunta hacia una disminución del peso de estos componentes a favor de bienes y servicios menos perecederos como los transportes, incluyendo la adquisición de vehículos, comunicaciones y, en menor medida, los gastos en salud y educación. Se trata de una situación coherente con el aumento de la renta disponible de las familias y propia de un país europeo, donde una parte sustancial de los servicios sociales son financiados con cargo a los presupuestos de las Administraciones Públicas, al contrario de lo que ocurre en otro tipo de organización de los servicios sociales como el norteamericano, donde la sanidad y la educación están principalmente en manos privadas.

A pesar de la importancia adquirida en las últimas décadas, en nuestro país el gasto en *consumo público* tiene menos importancia dentro de la demanda final que en la media de los países de la eurozona y, a la vista de la disciplina presupuestaria para hacer frente a la crisis, es posible que esas diferencias se mantengan en un futuro

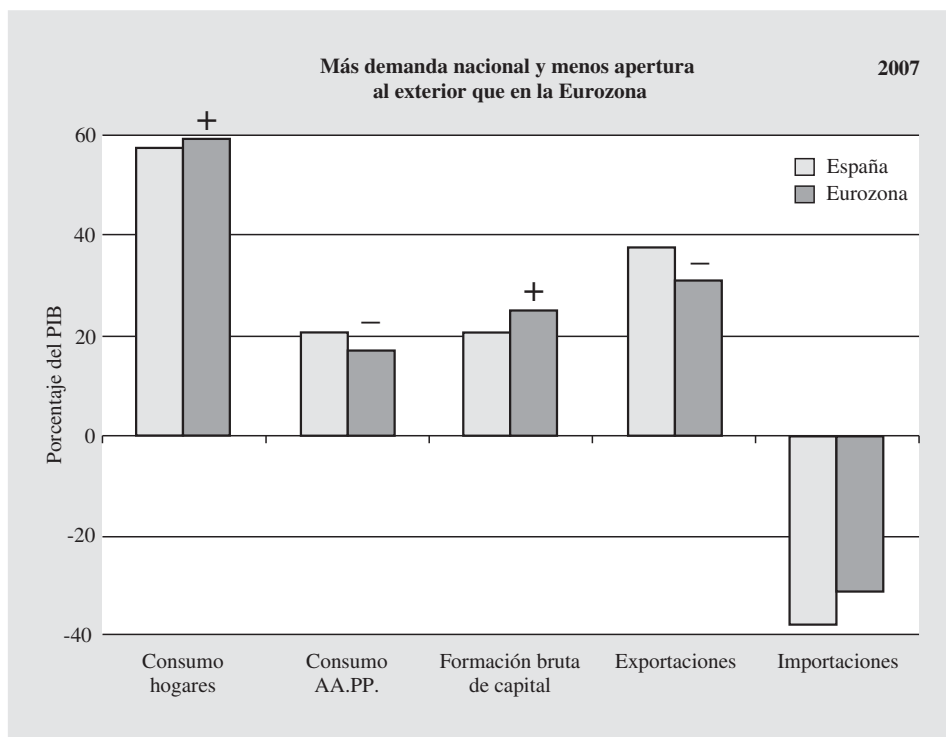


Figura 1.7. Demanda nacional y externa en España y la eurozona (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

próximo. Conviene tener en cuenta que las compras de bienes y servicios en sentido estricto sólo absorben algo menos del 15 por 100 del gasto en consumo público. El resto son *gastos de personal* al servicio de las Administraciones Públicas, una partida controlable por los poderes públicos y útil como instrumento para llevar a cabo los recortes presupuestarios que impone la política de estabilización económica.

Más formación bruta de capital que la media europea... en construcción

La demanda de bienes y servicios para *formación bruta de capital* tiene un peso relativo mucho menor que el consumo en nuestra demanda final, pero, por su naturaleza, es un componente decisivo del crecimiento económico a medio plazo. En principio, parece una ventaja que el peso de este componente sea mayor en la demanda española que en el conjunto de los países de la zona euro, pero debe tenerse en cuenta que la diferencia no la marca la demanda de *bienes de equipo* —verdadero motor del crecimiento— sino la de *construcción* residencial (viviendas), financiada con el progresivo endeudamiento de las familias.

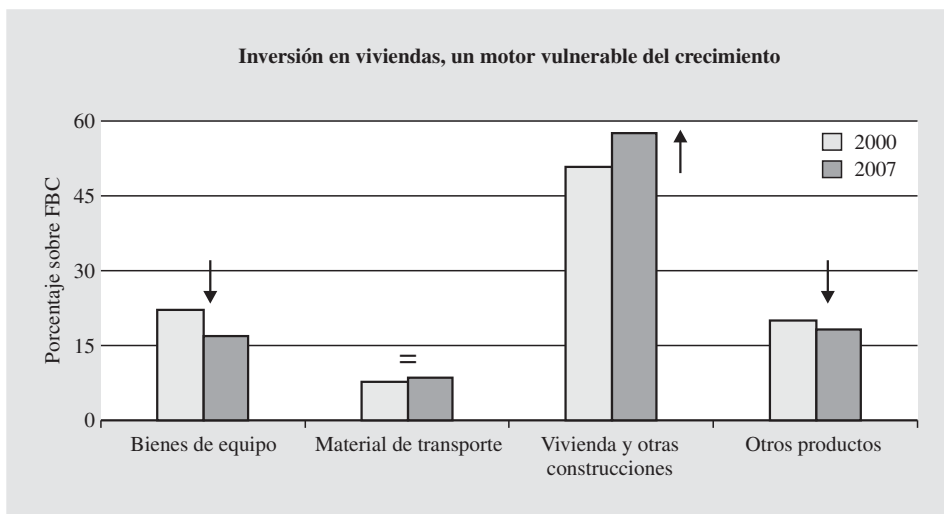


Figura 1.8. Componentes y dinámica de la demanda de inversión (FUENTE: Contabilidad nacional de España. Elaboración propia).

A la natural sensibilidad y asimetría de la formación bruta de capital frente a los cambios de coyuntura económica —se retrae rápidamente ante expectativas desfavorables para evitar las consecuencias de una posible recesión, y se reactiva lentamente en situaciones de recuperación económica a la espera de que se consolide la mejora—, debe añadirse el riesgo de la alteración de tipos de interés y el correspondiente efecto sobre la capacidad de endeudamiento de las familias. Además, la capacidad de endeudamiento no puede crecer indefinidamente.

La formación bruta de capital es el componente más inflacionista de la demanda final española. Durante los últimos años, el crecimiento del deflactor implícito de la construcción supera el doble del correspondiente a la demanda de bienes de equipo y, naturalmente, al crecimiento del deflactor del conjunto de la economía. Una circunstancia que no debe sorprender, dado el carácter especulativo del mercado inmobiliario y la facilidad de trasladar cualquier aumento de los costes al precio final del producto.

Aumenta la dependencia del exterior

El grado de apertura comercial de la economía española, medido en términos de exportaciones e importaciones sobre el producto interior bruto, ha crecido de forma espectacular en los últimos años hasta alcanzar una proporción semejante a países como Francia, Italia o Reino Unido, de los que estábamos lejos hace apenas una década. Esto supone que el funcionamiento de nuestra economía depende cada vez más

de la evolución del saldo neto exterior, tanto por el efecto de las exportaciones sobre la demanda final como por la elevada dependencia de las importaciones para nuestro crecimiento económico.

El papel estabilizador del saldo exterior sobre la actividad económica se manifiesta, sobre todo, en los períodos de expansión, cuando el estímulo de la demanda interna dispara las *importaciones* y el saldo exterior registra aportaciones negativas al crecimiento del producto interior bruto. Existe evidencia empírica de que las importaciones españolas son *altamente pro-cíclicas* y correlacionadas con la evolución del producto interior bruto. La factura energética y los servicios relacionados con las nuevas tecnologías son la causa principal de esa estrecha vinculación, pero también lo es la dependencia de bienes intermedios y de consumo procedentes en su mayoría de los mercados europeos.

Las *exportaciones*, por el contrario, parecen cada vez *menos vinculadas al ciclo* económico. La razón debe buscarse en el cambio de la estructura que ha acompañado al notable crecimiento de las mismas. Por un lado, las exportaciones de bienes y servicios han dejado de ser consideradas un componente residual por parte de las empresas españolas; es decir, como una salida para la producción cuando el mercado interno se debilita. Hoy se produce para la exportación en las condiciones de competencia que exigen los mercados internacionales, particularmente los europeos, hacia los que se dirige el grueso de nuestra producción; por tanto, su comportamiento está directamente vinculado a la demanda en esos mercados. Por otro lado, una parte importante de nuestras exportaciones son servicios turísticos, una actividad poco sensible a los avatares de la actividad nacional y, hasta cierto punto, internacional.

1.3. LOS AGREGADOS ECONÓMICOS EN LA CONTABILIDAD NACIONAL

La contabilidad nacional trata de ofrecer una visión integrada y completa del proceso productivo de una economía. Ese proceso se manifiesta en múltiples operaciones de diversa naturaleza que se analizan para el conjunto de la economía desde una doble perspectiva:

- Por *sectores institucionales*, donde se pone de manifiesto la interacción de los procesos de producción, generación de rentas y su utilización, así como las operaciones financieras y de capital entre los distintos agentes económicos agrupados en sectores institucionales.
- Por *ramas de actividad*, donde se reflejan las relaciones técnico-económicas entre distintas unidades de producción homogéneas. El resultado de este análisis son las tablas input-output.

Ambas perspectivas de análisis se superponen, puesto que algunas operaciones son objeto de análisis tanto desde el punto de vista institucional como por ramas de acti-

vidad; en cualquier caso, los agregados derivados de uno u otro análisis son equivalentes.

1.3.1. Síntesis de las cuentas y saldos de la contabilidad nacional

Desde la perspectiva del análisis por sectores institucionales se estudian las operaciones a través de un sistema contable configurado como una sucesión de cuentas vinculadas entre sí, cada una de las cuales tiene relaciones con algún aspecto concreto de la actividad económica —producción, distribución, utilización de la renta, acumulación, etc.

El SEC-95 propone un sistema de cuentas agrupadas en tres categorías:

- Cuentas *corrientes*, que proporcionan información sobre la producción, generación y distribución de la renta y su utilización en forma de consumo final. Al final de la secuencia se obtiene el ahorro bruto como resultado del proceso de acumulación.
- Cuentas de *acumulación*, que informan sobre el origen y nivel de recursos de capital disponibles (patrimonio neto) para financiar la inversión en activos reales, y el papel de los distintos sectores institucionales en los mercados financieros en función de los cambios en su cartera de activos y pasivos financieros.
- Cuentas de *patrimonio*, que representan el patrimonio o riqueza de los sectores institucionales, al principio y al final del período contable, obtenido a partir de los resultados de las cuentas de acumulación. También se llaman cuentas de balance.

Esta sucesión de cuentas se aplica en su totalidad a los sectores institucionales y al Conjunto de la economía, y parcialmente —cuentas de producción y explotación— a las ramas de actividad. Para cada uno de los sectores institucionales se establece un sistema de partidas contables similar —no idéntico— al del conjunto de la economía, de forma que agregando los comportamientos sectoriales se obtienen los resultados del conjunto nacional. Debe tenerse en cuenta que este proceso de consolidación elimina en ocasiones alguna partida —lo que es un ingreso para un sector es un gasto para otro— que no aparece en las cuentas del conjunto de la economía. Es el caso, por ejemplo, de las transferencias corrientes otorgadas por las Administraciones Públicas al sector de hogares en forma de subsidios de desempleo o pensiones de jubilación, que constituyen un flujo entre sectores que desaparece en el análisis del conjunto nacional.

En este capítulo nos ocuparemos de la secuencia de *cuentas corrientes* del conjunto de sectores residentes que proporcionan información sobre los agregados macroeconómicos de la actividad real. Las cuentas de acumulación y patrimonio son el soporte informativo de la actividad financiera, y se incluyen en el estudio de la lección correspondiente a la actividad financiera. Por último, las relaciones con el resto del

mundo, en operaciones corrientes y financieras, se estudian en la lección correspondiente al sector exterior.

ESQUEMA 1.8

Estructura de la contabilidad nacional

I. Cuentas de sectores residentes	
Cuentas corrientes	Producción Distribución y utilización de renta
Cuentas de acumulación	Capital Operaciones financieras
Cuentas de patrimonio	Balance de patrimonio neto
II. Cuentas del resto del mundo	Cuentas corrientes Cuentas de acumulación
Cuenta cero de la economía: operaciones de bienes y servicios	

1.3.2. Cuentas corrientes de residentes

La contabilidad nacional sigue la forma de anotación convencional, es decir, los recursos se registran a la derecha y empleos a la izquierda. Pero la contabilidad nacional no se aparta de los principios básicos de la contabilización —principio de partida doble—; por ello, recursos y empleos de cada cuenta han de estar equilibrados, de modo que el posible desequilibrio inicial se compensa con el saldo contable que es representativo de una macromagnitud.

ESQUEMA 1.9

Cuentas corrientes y macromagnitudes

Cuenta de producción	<i>PIB/VAB</i>
Cuentas de utilización y distribución de renta	
Cuenta de explotación	<i>EBE/RMX</i>
Cuenta de asignación primaria de renta	<i>RN</i>
Cuenta de distribución secundaria de renta	<i>RND</i>
Cuenta de utilización de renta disponible	<i>CF/AHB</i>

I. Cuenta de producción

Muestra el proceso de generación de valor añadido de una economía, tanto a nivel de sectores institucionales como por ramas de actividad.

Cuenta de producción (residentes)

Empleos (–)		Recursos (+)	
<i>CI</i>	Consumos intermedios	Valor producción pb	<i>VP</i>
		Impuestos netos productos e importaciones	<i>INPDM</i>
<i>VAB pm/PIB pm</i>			

$$PIB\ pm = VP\ pb - CI + INPDM$$

$$PIB\ pm = VAB\ pb + INPDM$$

El saldo contable de la cuenta de producción para cada uno de los sectores institucionales o ramas de actividad es el VAB a precios básicos, mientras que para el conjunto de la economía —una vez considerados los impuestos netos sobre la producción— da como resultado el PIB a precios de mercado.

$$PIB\ pm = \sum VAB\ pb\ ramas\ de\ actividad\ económica + INPDM$$

EJEMPLO 1

Elaborar la cuenta de producción y obtener el valor del PIB pm a partir de la siguiente información en millones de euros:

Producción	800.000	
Consumos intermedios.....	380.000	
Impuestos sobre productos.....	40.000	
Subvenciones.....	6.000	
Cuenta de producción	Empleos	Recursos
Producción	—	800.000
Consumos intermedios.....	380.000	—
Impuestos menos subvenciones	—	34.000
PIB pm	454.000	—

II. Cuentas de utilización y distribución de renta

— Cuenta de explotación

Informa del excedente de la explotación y rentas mixtas obtenidas por la participación en la generación de valor añadido y producto interior bruto.

Cuenta de explotación (residentes)

Empleos (–)		Recursos (+)	
		Valor añadido bruto pm	<i>VAB pm</i>
		/Producto interior bruto pm	<i>PIB pm</i>
<i>RA</i>	Remuneración asalariados		
<i>INPRM</i>	Impuestos netos producción		
<i>INPDM</i>	Impuestos netos productos		
<i>EBE/RMX</i> Excedente y renta mixta			

$$VAB = EBE/RMX + RA + INPRM$$

$$PIB pm = VAB pm = EBE/RMX + RA + INPRM + INPDM$$

El valor añadido bruto se valora a precios básicos, incluyendo los impuestos sobre *producción*. Pero el producto interior bruto es un concepto valorado a precios de mercado, y debe incluir también los impuestos sobre *productos* e importaciones, que no son una renta primaria.

EJEMPLO 2

Elaborar la cuenta de explotación y obtener el valor del EBE/RMX a partir de la siguiente información en millones de euros:

PIB pm	454.000
Remuneración de asalariados.....	215.000
Impuestos netos sobre producción e importaciones	42.000
Impuestos netos sobre productos e importaciones	23.000

Cuenta de explotación	Empleos	Recursos
PIB pm.....	—	454.000
Remuneración de asalariados	215.000	—
Impuestos netos s/producción.....	42.000	—
Impuestos netos s/productos.....	23.000	—
EBE/RMX.....	174.000	—

— *Cuenta de asignación de rentas primarias*

Informa sobre la remuneración de los factores de producción. Contempla los sectores institucionales residentes como *perceptores de rentas* primarias.

Cuenta de explotación (residentes)

Empleos (-)		Recursos (+)	
		Excedente y rentas mixtas	<i>EBE/RMX</i>
		Remuneración asalariados	<i>RA</i>
		Impuestos netos de producción	<i>INPRM</i>
		Impuestos netos de productos	<i>INPDM</i>
<i>RP</i>	Rentas propiedad a pagar	Rentas propiedad a cobrar	<i>RP</i>
<i>RN</i>	Renta nacional		

$$RN_{pb} = \text{Saldo rentas primarias} = EBE/RMX + RA + RP + INPRM$$

$$RN = \text{Saldo rentas primarias pm} = EBE/RMX + RA + RP + INPRM + INPDM$$

Las rentas primarias son la remuneración a factores productivos y se valoran a precios básicos, incluyendo los impuestos sobre *producción*. Pero la renta nacional es un concepto valorado a precios de mercado y debe incluir también los impuestos sobre *productos* e importaciones, que no son una renta primaria.

EJEMPLO 3

Elaborar la cuenta de asignación de la renta primaria y obtener el valor de la RN pm a partir de la siguiente información en millones de euros:

Excedente y rentas mixtas.....	454.000
Remuneración de asalariados.....	215.000
Impuestos netos sobre producción e importación.....	42.000
Impuestos netos sobre productos e importación.....	23.000
Rentas de la propiedad a pagar al exterior.....	124.000
Rentas de la propiedad a cobrar del exterior	110.000

Cuenta de asignación de renta primaria	Empleos	Recursos
EBE/RMX.....	—	454.000
Remuneración de asalariados	—	215.000
Impuestos netos s/producción.....	—	42.000
Impuestos netos s/productos	—	23.000
Rentas de la propiedad a pagar al exterior	124.000	—
Rentas de la propiedad a cobrar del exterior	—	110.000
RN pm = Saldo de rentas primarias pm	720.000	—

— *Cuenta de distribución secundaria de la renta*

Recoge la distribución de renta no vinculada a la participación en procesos productivos, y es consecuencia del flujo de *transferencias* corrientes con el exterior.

Cuenta de distribución secundaria de la renta

Empleos (–)		Recursos (+)	
<i>TRC</i>	Transferencias corrientes otorgadas	Renta nacional Transferencias recibidas	<i>RN</i> <i>TRC</i>
<i>RND</i>	Renta nacional disponible		

$$TRC \text{ netas} = TRC \text{ recibidas del exterior} - TRC \text{ otorgadas al exterior}$$

$$RND = RN \pm TRC \text{ netas}$$

Al tratarse de la cuenta del conjunto de la economía, las transferencias corrientes se refieren a las que se establecen con el resto del mundo. Las transferencias entre sectores residentes en territorio económico se compensan al consolidar las cuentas a nivel nacional —unos sectores las otorgan y otros las reciben—, y no aparecen en esa cuenta.

EJEMPLO 4

Elaborar la cuenta de distribución secundaria de la renta y obtener el valor de la RND pm a partir de la siguiente información en millones de euros:

Renta nacional bruta	540.000
Transferencias corrientes recibidas del exterior	270.000
Impuestos corrientes s/ renta pagados al exterior	44.000
Cotizaciones sociales pagadas al exterior	63.000
Prestaciones sociales otorgadas al resto del mundo	66.500
Otras transferencias otorgadas	92.500

Cuenta de asignación de renta primaria	Empleos	Recursos
RN	—	540.000
Transferencias corrientes recibidas del exterior ...	—	270.000
Imp. corrientes s/renta, etc., pagados al exterior ..	44.000	—
Cotizaciones sociales pagadas al exterior	63.000	—
Prestaciones sociales otorgadas al resto mundo ...	66.500	—
Otras transferencias otorgadas	92.500	—
RND	544.000	—

— Cuenta de utilización de la renta

Recoge la distribución de la renta disponible entre sus dos grandes componentes: el gasto en consumo final y el ahorro.

Cuenta de utilización de la renta disponible

Empleos (–)		Recursos (+)	
<i>CF</i>	Gasto en consumo final Consumo individual Consumo colectivo	Renta nacional disponible	<i>RND</i>
<i>AHB</i>	Ahorro bruto		

$$AHB = RND - CF$$

Como las anteriores cuentas, ésta también se refiere al conjunto de la economía. A nivel sectorial el concepto de consumo final sólo se utiliza para el sector de hogares/ISFLSH y para el de Administraciones Públicas. Ni el sector de empresas no financieras ni el de instituciones financieras incurren en ese concepto. Por tanto —al margen de determinados ajustes contables—, la renta disponible de estos sectores coincide con su ahorro bruto.

EJEMPLO 5

Elaborar la cuenta de aplicación de la renta disponible y obtener el valor del gasto en consumo final y el ahorro bruto a partir de la siguiente información en millones de euros:

Renta nacional disponible.....	540.000
Consumo individual	310.000
Consumo colectivo.....	40.000

Cuenta de aplicación de renta disponible	Empleos	Recursos
RND	—	540.000
Gasto en consumo final.....	350.000	—
Consumo individual	310.000	—
Consumo colectivo.....	40.000	—
Ahorro bruto	190.000	—

1.3.3. Cuenta cero de la economía: operaciones de bienes y servicios

Se presenta para el conjunto de la economía, y es una síntesis de la oferta y demanda agregada: muestra los recursos totales —producción e importaciones— y los empleos —demanda intermedia y demanda final— de bienes y servicios del conjunto nacional. Es una cuenta que está equilibrada por definición y no tiene saldo contable.

A diferencia del resto, la posición de recursos y empleos está cambiada para que esas columnas aparezcan como contrapartida de las correspondientes a los sectores institucionales.

Cuenta de operaciones de bienes y servicios

Recursos (+)		Empleo (–)	
<i>VP</i>	Valor de producción	Consumos intermedios	<i>CI</i>
<i>CF</i>	Impuestos netos productos e importaciones		
<i>M</i>	Importaciones	Consumo final	<i>CF</i>
		Formación bruta capital	<i>FBC</i>
		Exportaciones	<i>X</i>

$$PIB \text{ pm lado oferta} = VAB + INPDM = CF + FBC + X - M = PIB \text{ pm lado demanda}$$

EJEMPLO 1

Elaborar la cuenta cero de la economía y obtener el valor del PIB pm a partir de la siguiente información en millones de euros:

Producción	800.000	Exportaciones.....	89.900
Consumos intermedios.....	380.000	Importaciones.....	90.100
Impuestos sobre productos	40.000	Consumo final.....	350.000
Subvenciones	6.000	Formación de capital.....	104.200

Cuenta cero de la economía	Recursos	Empleos
Producción	800.000	—
Consumos intermedios.....	—	380.000
Impuestos menos subvenciones	34.000	—
Consumo final	—	350.000
Formación bruta de capital	—	104.200
Exportaciones.....	—	89.900
Importaciones	90.100	—
PIB pm	454.000	—

CUESTIONES DE REPASO

1. Principales fuentes de información de la actividad real.
2. Con frecuencia se cuestiona la fiabilidad de las cifras de la contabilidad nacional. ¿Por qué?
3. El producto interior bruto referido a un año concreto puede cambiar según el momento en que consulte las fuentes de información. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
4. A veces se argumenta que la economía sumergida puede resultar conveniente porque muchas empresas encuentran en esa estrategia una vía para reducir costes y competir en mejores condiciones en los mercados internacionales. Citar argumentos en contra de tal afirmación.
5. Producir bienes con mayor eficiencia y calidad puede reducir el valor del producto interior bruto. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
6. La contabilidad nacional tiende a infravalorar la producción porque no tiene en cuenta los costes medioambientales. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
7. Respecto a la medición de los cambios en la actividad económica:
 - a) Indicar la diferencia entre índice y tasa de variación.
 - b) Indicar la diferencia entre una tasa de crecimiento anual e interanual.
 - c) Las tasa media acumulativa es útil para predecir la evolución de los índices de bolsa. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
8. Respecto a los agentes de la contabilidad nacional:
 - a) ¿A qué responden las siglas ISFLSH? ¿Qué papel desempeñan en el sistema económico?
 - b) La actividad de las empresas públicas no se considera parte de las Administraciones Públicas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Indicar la diferencia entre agente residente y no residente.
 - d) ¿Un agente no residente es siempre un extranjero?
9. Respecto a la naturaleza de las operaciones:
 - a) Diferenciar entre producción de mercado y no mercado.
 - b) El consumo intermedio de bienes se refiere al consumo de bienes de equipo utilizados para la elaboración de otros bienes. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Diferencias entre impuestos sobre la producción e impuestos sobre productos.
 - d) El excedente bruto de la explotación remunera el capital, y por tanto equivale al beneficio de las empresas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - e) Los impuestos corrientes sobre la renta y las prestaciones sociales son transferencias corrientes. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
10. Respecto a la valoración de los agregados de la actividad real:
 - a) Diferenciar entre valor a precios básicos y a precios de mercado.
 - b) Si aumentan las subvenciones a la producción, el valor a precios básicos disminuye. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Para pasar de un agregado valorado en términos de interior a nacional se considera la actividad de residentes y se excluye la de no residentes, cualquiera que sea su localización. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) ¿Por qué se utilizan con mayor frecuencia los agregados valorados en términos brutos que en términos netos?
 - e) Diferencia entre valor nominal y real. ¿Qué es eso de deflactar?
11. En teoría las tres vías de cálculo de la producción (oferta/renta/demanda) conducen al mismo resultado, pero en la práctica los resultados no coinciden. ¿Cuál es la vía más adecuada en cada circunstancia?

12. La oferta es igual a la demanda. Esta identidad contable se basa en el supuesto de que todo lo que se produce se vende, pero... ¿cómo se contabilizan los bienes producidos y no vendidos para que se mantenga la igualdad contable?
13. En el cálculo de la producción por el lado de la oferta:
 - a) Cuanto mayor es el valor de los bienes intermedios utilizados en la producción, mayor el valor añadido a precios básicos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Un aumento del impuesto sobre el valor añadido hace aumentar el valor del PIB a precios básicos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Si aumentan las ayudas públicas al sector agrario, disminuye el valor del producto interior bruto a precios de mercado del sector. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) Un aumento de las ayudas públicas para reducir la contaminación hace disminuir el valor del PIB a precios básicos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - e) En términos de ciclo económico, ¿es peor una situación de crisis o de recesión? ¿Por qué?
14. Respecto a la oferta productiva española:
 - a) ¿Cuál es el valor aproximado de la renta *per cápita* de España? ¿Qué porcentaje representa respecto a la media de la zona euro?
 - b) El perfil cíclico de la economía española es semejante al del conjunto europeo pero con fluctuaciones más acusadas. Citar las principales consecuencias que se derivan de esa situación.
 - c) El crecimiento de la producción y el empleo de los últimos años ha ido acompañado de retrocesos en la productividad. ¿Por qué?
 - d) La pérdida de importancia relativa de la producción industrial española se debe, entre otras razones, a la externalización de actividades empresariales. ¿En qué consiste la externalización de actividades?
 - e) La oferta productiva española está dominada por los servicios. ¿Qué actividades de servicios son el motor de nuestro crecimiento?
 - f) Algunos analistas afirman que el crecimiento ha contribuido a suavizar los ciclos económicos tanto en términos de producción como de empleo. Citar algunas de las razones sobre las que se basa esa afirmación.
15. En el cálculo de la producción por el lado de la renta:
 - a) El excedente bruto de la explotación es la renta que perciben las empresas por su participación en el proceso productivo. Equivale al total de beneficios, tanto distribuidos como no distribuidos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Un aumento del IVA disminuye el valor de la renta nacional bruta disponible (RND). ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Un aumento de las rentas de la propiedad recibidas del exterior aumenta el valor de la renta nacional bruta disponible (RND), pero no afecta la renta nacional bruta (RN). ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) Una disminución de los impuestos corrientes sobre la renta de las familias residentes no afecta a la renta nacional bruta disponible. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - e) Un aumento de las transferencias corrientes desde el exterior a las Administraciones Públicas aumenta el ahorro nacional bruto. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
16. Respecto a la distribución de la renta:
 - a) La distribución funcional de la renta está asociada con la distribución primaria y el principio de eficiencia en la utilización de los factores productivos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) La distribución personal de la renta está relacionada con la distribución secundaria y los ingresos de las familias. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) ¿Qué es el umbral de pobreza?

- d) Perspectivas de los análisis de distribución espacial de la renta.
- 17.** Respecto a la renta disponible española:
- a) El saldo exterior de rentas primarias con el exterior es cada vez más negativo en la economía española. ¿Por qué? ¿Debe interpretarse esto como un peligro para nuestro crecimiento?
 - b) La proporción de los salarios en la renta nacional española es inferior a la del conjunto de la zona euro. Esto indica que en nuestro país el nivel medio de los salarios es menor y se remunera peor el factor trabajo. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Las Administraciones Públicas con frecuencia registran tasas de ahorro bruto negativo. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) Las diferencias en los niveles de renta de las familias españolas se han reducido en los últimos años, pero, a la vez, han aumentado las diferencias en ingresos salariales. ¿Cómo se explica esta situación?
 - e) Los niveles de pobreza son inferiores en España que en los Estados Unidos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- 18.** En el cálculo de la producción por el lado de la demanda:
- a) La demanda nacional hace referencia tanto a la demanda de bienes y servicios generados en el territorio económico del país como a los importados. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) La demanda final incluye la demanda nacional y la demanda de exportaciones, pero no incluye las importaciones. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) ¿La adquisición de una vivienda de segunda mano se considera parte de la demanda de consumo o de la formación bruta de capital? ¿Por qué?
 - d) Un aumento del consumo de no residentes en territorio económico de nuestro país aumenta la demanda nacional y la demanda final de la economía. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- 19.** Respecto a la demanda agregada española:
- a) Desde nuestra incorporación a la Comunidad Europea, la demanda externa neta ha jugado un importante papel amortiguador del ciclo económico español. ¿En qué consiste ese papel amortiguador?
 - b) El consumo final de los hogares es el componente de la demanda que merece la atención prioritaria de los responsables de controlar la inflación en nuestro país. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Una parte importante del consumo de las Administraciones Públicas son los sueldos y salarios de los funcionarios públicos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) La formación bruta de capital española es más sensible a los cambios de coyuntura que la comunitaria. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - e) Los mayores aumentos en la demanda de exportaciones de los últimos años se han centrado en los productos industriales. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- 20.** Respecto a la contabilidad nacional:
- a) Citar las tres categorías de cuentas propuestas por el SEC-95.
 - b) Salvo cuentas concretas, en contabilidad nacional los empleos se registran a la izquierda y los recursos a la derecha. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) La cuenta cero de la economía no tiene saldo contable. ¿Por qué?
 - d) Indicar las diferencias entre la cuenta de producción y la cuenta de explotación.
 - e) Indicar las diferencias entre las cuentas de asignación de la renta primaria y la cuenta de distribución secundaria de la renta.

EJERCICIOS DE RECAPITULACIÓN

Ejercicio 1.1

A partir de la siguiente información relativa a la evolución del PIB...

Año (trimestre)		País A		País B
		PIB a precios corrientes (mill. €)	Deflactor del PIB real	Índice de crecimiento real del PIB
1	I	150.210	151	102,8
	II	151.250	152	102,3
	III	152.660	154	101,8
	IV	154.920	156	101,6
2	I	157.860	157	101,6
	II	160.390	159	98,1
	III	162.700	160	102,7
	IV	165.780	162	103,5
3	I	169.910	164	104,3
	II	173.230	166	104,9
	III	175.790	171	—

Se pide:

- Calcular, para ambos países, las siguientes tasas de crecimiento real del PIB:
 - Tasa interanual de crecimiento del tercer trimestre del año 2.
 - Tasa intertrimestral de crecimiento del segundo trimestre del año 3.
- A la vista de la evolución real de esas economías, diagnosticar:
 - Situación económica del país A, en el tercer trimestre del año 3.
 - Tendencia para ese mismo país y período.

Solución:

- País A $\rightarrow$ 2,58% País B $\rightarrow$ 0,88%
 - País A $\rightarrow$ 0,73% País B $\rightarrow$ 0,58%
- Crisis (1,09%)
 - Tendencia a empeorar, porque en el segundo trimestre del año 3 el crecimiento interanual del PIB fue 3,45% y en el tercer trimestre baja a 1,09%.

**Ejercicio
1.2**

Dados los siguientes datos, rellene las celdas en blanco y comente los resultados:

	2003	2004	2005
PIB, millones de euros corrientes	46.000	48.000	50.000
Deflactor del PIB, Base 1995	155	164	170
Deflactor del PIB, Base 2004			
PIB, millones de euros constantes 2004			
Crecimiento real del PIB			
Inflación			

Solución:

	2003	2004	2005
PIB, millones de euros corrientes	46.000	48.000	50.000
Deflactor del PIB, Base 1995	155	164	170
Deflactor del PIB, Base 2004	94,51	100	103,66
PIB, millones de euros constantes 2004	48.670,97	48.000	48.234,61
Crecimiento real del PIB	—	–1,38%	0,49%
Inflación	—	5,81%	3,66%

Comentario:

En 2004 este país sufre una recesión económica acompañada de una fuerte inflación. En 2005 la situación mejora sustancialmente. Aunque no se recupera el nivel de producción de 2003, el crecimiento económico es moderadamente positivo (casi un 0,5%) y la inflación es significativamente menor que en 2004. En 2004 la economía del país está en recesión y en 2005 está en crisis, por lo que la tendencia es positiva.

**Ejercicio
1.3**

Dada la siguiente información de una economía, en millones de euros corrientes,

Conceptos	Año 1	Año 2	Año 3
Excedente bruto de la explotación	24.851	26.491	28.348
Remuneración de asalariados	25.572	27.253	28.032
Consumo de capital fijo	5.994	6.389	6.740
Impuestos sobre productos e importaciones	5.399	6.036	5.850
Subvenciones a productos e importación	991	983	1.234
Rentas netas de propiedad del exterior	-602	-810	-719
Rentas netas salariales al exterior	34	34	29
Transferencias corrientes con resto del mundo	-299	-227	-181
Población (miles de habitantes)	38.959	39.024	39.141

Calcular:

1. Valor del PIB pm para el año 3, en términos nominales.
2. Valor de la RND pm en el año 3.
3. Valor de la RND *per cápita*.

Solución:

1. $PIB_{pm} = 60.996$
2. $RND = 60.125$
3. $RND \text{ por habitante} = 15.361 \text{ €}$

**Ejercicio
1.4**

A partir de la siguiente información macroeconómica, en millones de euros corrientes:

Excedente bruto de la explotación.....	16.750
Remuneración de asalariados	15.100
Impuestos netos s/ producción e importación	2.050
Impuestos netos s/ productos e importaciones	3.250
Consumo público	5.400
Formación bruta de capital	7.770
Saldo neto exterior de bienes y servicios	1.250
Importaciones de bienes y servicios	6.600
Rentas netas de salarios, de la propiedad y de la empresa cobradas del exterior	320

Calcular:

1. El valor del consumo privado y consumo final.
2. El valor de la demanda nacional y demanda final.
3. El valor de la demanda externa y la demanda externa neta.
4. ¿En qué cuantía el valor del PNB pm supera al PIB pm?

Solución:

1. $CPRV = 22.730$; $CF = 28.130$
 2. $DN = 35.900$; $DF = 43.750$
 3. $DE = X = 7.850$; $DEN = 1.250$
 4. $PNB_{pm} - PIB_{pm} = 320$
-

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

Sitios de información directa:

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (www.ine.es).

Contabilidad Nacional de España (CNE).

Contabilidad Nacional Trimestral de España (CNTE).

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (www.mineco.es).

Síntesis de Indicadores Económicos.

STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (EUROSTAT)

(www.epp.eurostat.ec.europa.eu).

ESA95. Core National Accounts.

Annual and Quarterly Accounts.

Manual de consulta:

Muñoz Ciudad, C. (2008). *Las cuentas de la nación I. Introducción a la economía aplicada*. Civitas.

Análisis sobre economía española:

Cuadernos de Información Económica. Funcas/bimensual (www.funcas.ceca.es).

Papeles de Economía Española. Funcas/trimestral.

Boletín Económico. Banco de España/mensual (www.bde.es).

OBJETIVOS DEL CAPÍTULO

Introducir al alumno en el conocimiento de los principales agregados financieros a partir del análisis de los flujos que determinan la situación financiera de los sectores institucionales. La naturaleza de esos flujos y su registro en el sistema de la contabilidad nacional constituyen la primera parte del capítulo, que se completa con el estudio de la naturaleza, organización y papel de los mercados financieros en el sistema económico. A partir de esos conceptos se introduce al alumno en el análisis de los aspectos más relevantes de la actividad financiera española en el contexto de la economía europea e internacional.

Esquema de contenidos

2.1. Medición de la actividad financiera:

¿Qué medimos?

Instrumentos y flujos financieros.

¿Dónde se obtiene la información sobre flujos financieros?

El análisis de flujos financieros..., ¿para qué?

2.2. Principales agregados financieros:

Conceptos previos para no perdernos.

¿Qué decide las operaciones financieras?

Capacidad y necesidad de financiación.

Los agregados financieros en la contabilidad nacional.

Rasgos de los flujos financieros de la economía española.

2.3. Mercados y control de flujos financieros:

Algo más sobre rentabilidad y mercados financieros.

Mercados financieros.

Transmisión de los impulsos financieros a la actividad real.

2.1. MEDICIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

2.1.1. ¿Qué medimos?

La actividad financiera hace referencia al conjunto de instituciones, instrumentos y mercados a través de los cuales los agentes económicos obtienen los recursos de capital necesarios para llevar a cabo la financiación de la actividad económica real y para operaciones especulativas que les permitan rentabilizar el ahorro.

¿Es lo mismo invertir que especular? Para muchos, invertir y especular son dos formas de llamar a lo mismo. Para otros, en cambio, existen diferencias entre esas actividades en función del tiempo y el objetivo último de la operación. Con la especulación se trata de que los recursos de capital disponibles se multipliquen rápidamente, y para eso se asumen fuertes riesgos de pérdidas. En las operaciones de inversión se pretende mantener y aumentar los recursos de capital a lo largo del tiempo, *asumiendo riesgos* más o menos controlados. Es difícil trazar una línea nítida de separación entre ambas operaciones. En cualquier caso, no deben confundirse este tipo de operaciones con actividades ilícitas, como puede ser una inversión financiera con información privilegiada —sin asumir riesgo financiero alguno— o simplemente al margen de la legalidad. Eso es simplemente un delito.

2.1.2. Instrumentos y flujos financieros

Se mire como se mire, el *objeto de transacción* en la actividad financiera es el *ahorro*. Quienes son capaces de generarlo tratan de sacarle la máxima rentabilidad o, por lo menos, de evitar que la inflación deteriore su poder adquisitivo, y estarán dispuestos a cederlo a otros agentes al precio y condición más conveniente. Por el contrario, quienes necesiten financiar alguna actividad productiva pueden recurrir al ahorro ajeno, y estarán dispuestos a pactar un precio determinado en función de las condiciones de la operación.

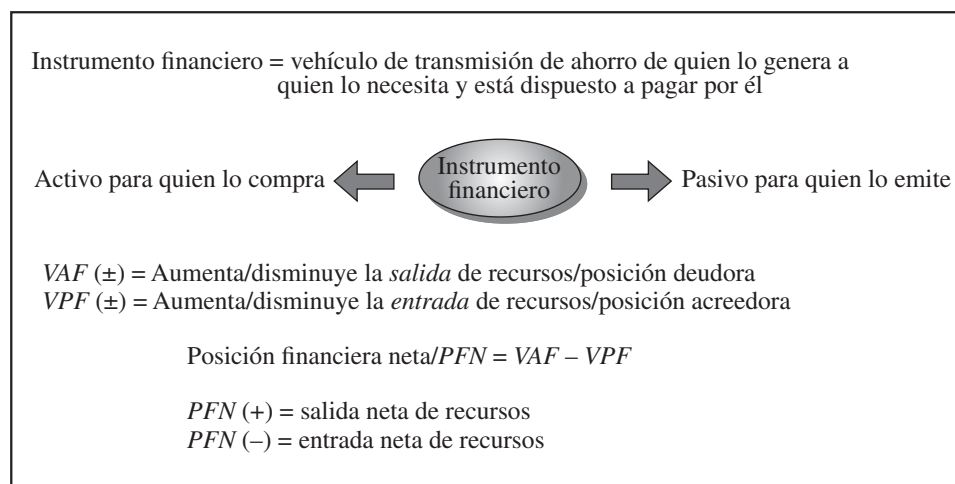
Esas operaciones de compraventa de ahorro se plasman en multitud de *instrumentos financieros* de muy diversas condiciones y rendimiento, desde un simple depósito bancario hasta una letra del Tesoro o una opción sobre acciones, que, en definitiva, no son más que un reconocimiento de deuda por parte de los que adquieren ahorro financiero frente a los agentes económicos que lo ceden. Su valor está vinculado en parte a la confianza que depositen los agentes económicos en el cumplimiento de las condiciones pactadas en las operaciones que dan lugar a cada instrumento financiero.

Cada instrumento es único, pero tiene dos lecturas según el papel desempeñado por cada agente económico en la operación que lo ha generado: para el agente que emitió el instrumento a cambio de ahorro es un *pasivo* financiero, mientras que para el agente que lo posee es un *activo* financiero. En la práctica, es frecuente referirse sólo a activos financieros cuando se habla de instrumentos financieros en general.

La situación financiera en un momento determinado de cualquier agente importa menos que la intensidad de los flujos financieros en los que participa a lo largo de un período de tiempo. Los agentes económicos no se mantienen inmóviles en su situación financiera; por el contrario, para financiar su actividad real, o simplemente para especular participan en operaciones de compra y venta de instrumentos financieros —solicitan créditos, venden acciones, etc.— que alteran su posición inicial y determinan entradas y salidas de recursos disponibles. De ahí que la actividad financiera se registre en términos de variaciones de activos y pasivos financieros a lo largo de un período determinado.

ESQUEMA 2.1

Instrumentos y flujos financieros



EJEMPLO 1

Discutir las siguientes afirmaciones:

- Una acción de Telefónica en manos del BBVA es un activo para el banco.
- Un crédito del BSCH es un activo para el cliente y un pasivo para el banco.
- Un pagaré del Tesoro adquirido por un no residente en Caja Madrid es un pasivo financiero para esta entidad.
- Una obligación de empresa nominada en euros y adquirida por una familia es un pasivo para en Banco Central Europeo.
- Un billete de 500 € en manos de un español es un pasivo del Banco del España.

- Cierto. Es un activo para el banco y un pasivo para Telefónica.
- Falso. El crédito es un pasivo para el cliente que se endeuda.
- Falso. Es un pasivo para el Tesoro, que lo emitió y deberá amortizarlo.
- Falso. Es un pasivo para la empresa que lo emitió, sea cual sea la moneda.
- Falso. Es un pasivo del BCE.

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información de flujos financieros anuales:

	Agente A	Agente B
VAF	630	-440
VPF	330	260

1. ¿Aumenta o disminuye la posición deudora del agente A a lo largo del año?
2. ¿Hay salida o entrada neta de fondos para el agente B?

1. Salida neta de fondos: El agente A aumenta su posición acreedora en mayor medida que aumenta su posición deudora.

$$PFN = VAF - VPF$$

$$PFN (A) = 630 - 330 = 300$$

2. Entrada neta de fondos: El agente B disminuye su posición acreedora y aumenta su posición deudora.

$$PFN (B) = -440 - 260 = -700$$

2.1.3. ¿Dónde se obtiene la información sobre flujos financieros?

Las operaciones financieras están directamente relacionadas con la evolución de las transacciones de los agentes económicos en términos de producción, distribución y utilización de la renta. La información sobre flujos financieros es, por tanto, una prolongación de la información sobre la actividad económica real, y arranca de los resultados obtenidos por los sectores institucionales en términos de ahorro bruto y otros recursos de capital disponibles a lo largo de un período determinado.

Para tener una perspectiva completa de la actividad financiera de la economía, podemos consultar las dos fuentes originales que constituyen la base estadística para cualquier análisis de economía aplicada en nuestro país.

- *Contabilidad Nacional de España* (CNE). Completa la información sobre operaciones corrientes con la *cuenta de capital*, donde se registra la capacidad o necesidad de financiación de los agentes económicos y del conjunto de la economía. Esa cuenta constituye el punto de enlace entre la contabilidad no financiera analizada en el capítulo anterior y la contabilidad financiera.
- *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE). Elaboradas por el Banco de España, en ellas se recogen las operaciones y saldos financieros resultado de la capacidad o necesidad de recursos financieros de los agentes económicos, en términos de variaciones de activos y pasivos financieros. Además de la cuantía y naturaleza de los flujos financieros, se registra la situación patrimonial en balances al principio y final de cada período.

Aunque existen diferencias en la naturaleza de los instrumentos financieros, los países desarrollados siguen metodologías bastante homogéneas para registrar los flujos financieros. En nuestro caso, tanto la contabilidad no financiera como la financiera siguen las directrices y metodología que establece el Sistema Europeo de Cuentas Integradas (SEC-95), lo que permite comparaciones con nuestro entorno financiero y posibilita la existencia de unión monetaria con el resto de países europeos. No obstante, como ocurre con la información sobre la actividad no financiera, las cifras de flujos financieros son *estimaciones* que se revisan periódicamente con nuevas aportaciones de información que las aproximan más a la realidad; por tanto, no se consideran definitivas hasta pasado un período de dos años.

2.1.4. El análisis de flujos financieros..., ¿para qué?

La disponibilidad y coste de los recursos financieros de un país determinan las posibilidades de crecimiento de la producción, el empleo y los precios de su economía. Hablamos de las fuentes que alimentan la disponibilidad de capital, un factor productivo básico sin cuya existencia no se entiende la actividad económica en nuestros días. El análisis de los flujos financieros permite:

- Conocer las *fuentes de ahorro* financiero y los motivos que determinan su evolución. Es decir, conocer los recursos de capital que son capaces de generar los distintos sectores institucionales y definir su papel en la financiación de la economía en su conjunto. Esto significa conocer el origen y la utilización de los recursos financieros en forma de adquisición de activos no financieros, transferencias de capital y adquisición de activos financieros emitidos por otros sectores.
- Detectar los *desequilibrios* financieros de los sectores institucionales y su contribución a los desequilibrios de la economía. El conocimiento de la naturaleza y magnitud de desequilibrios como el déficit de las Administraciones Públicas, la deuda pública o el desequilibrio de las cuentas con el resto del mundo permiten definir objetivos de política económica y proponer las medidas más adecuadas para su corrección.
- Conocer la naturaleza de los *instrumentos* financieros donde se materializa el ahorro financiero y, a partir de ahí, definir los agregados financieros más relevantes para el control del sistema por parte de la autoridad monetaria. Se trata de perfilar las variables instrumentales más adecuadas sobre las que actuar en política monetaria para afectar las decisiones de los agentes económicos en el sentido deseado en cada momento.
- Definir la estrategia y estimar las posibilidades de la *política monetaria* para influir sobre la actividad real y los precios en el sentido más conveniente. Resulta imprescindible el análisis de la capacidad de los intermediarios financieros, en particular, las entidades de crédito, para transmitir los impulsos mone-

tarios a la actividad real mediante generación de activos y pasivos financieros. Cuanto mayor sea el grado de participación de los intermediarios monetarios en la financiación de la economía, mayores serán las posibilidades de control de los flujos financieros por parte de la autoridad monetaria; por el contrario, a medida que los flujos financieros se transmiten de forma directa, las posibilidades de control monetario se reducen.

La información consolidada para el conjunto de países de la zona euro sobre situación y flujos financieros de los sectores institucionales la elabora y publica el Banco Central Europeo. A esa institución corresponde también elaborar la información sobre agregados monetarios, que sirven para establecer los instrumentos de control de la política monetaria común.

2.2. PRINCIPALES AGREGADOS FINANCIEROS

2.2.1. Conceptos previos para no perdernos

Para comprender el funcionamiento del sistema financiero conviene tener presentes algunos conceptos previos sobre las instituciones y el tipo de operaciones que se llevan a cabo entre los agentes económicos de cada uno de los sectores institucionales.

Papel de las instituciones financieras

En los registros de la contabilidad no financiera, el sector de *instituciones financieras* no destaca por su actividad productiva entre el conjunto de sectores institucionales de la economía, pues canalizan una parte relativamente pequeña de la renta nacional y de la inversión en activos reales, su volumen de ahorro bruto es pequeño, y, de acuerdo con las cuentas nacionales, muestran escasa importancia financiera como sector autónomo. Esta situación es más lógica de lo que parece en principio, porque la actividad principal de las instituciones financieras no es otorgar o recibir financiación sino servir de *intermediarios* entre los sectores con capacidad para generar ahorro y los agentes que tienen necesidad de financiación. Por esa razón, aunque tienen escasa capacidad autónoma de financiación, el volumen de activos y pasivos financieros que manejan resulta notablemente superior al del resto de los sectores institucionales.

Algunas de las principales características de los agentes que integran el sector de instituciones financieras son las siguientes:

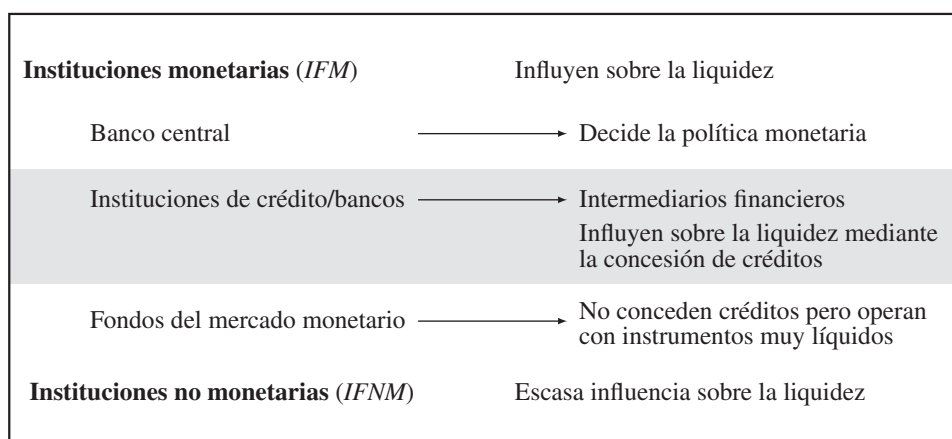
- Banco Central (BC). En nuestro caso el Banco de España es la máxima institución del sistema financiero nacional. De acuerdo con las directrices del Banco Central Europeo, realiza *operaciones crediticias con los bancos* a través de

las cuales se intenta controlar la liquidez del sistema. Se encarga de la custodia de los recursos líquidos de las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, y sirve de caja de compensación entre entidades del país. También supervisa la actividad bancaria y el cumplimiento de las normas financieras establecidas por las autoridades europeas y nacionales.

- Instituciones de crédito y otras instituciones monetarias. Incluye a los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, banca de crédito oficial y otros establecimientos de crédito.

ESQUEMA 2.2

Instituciones financieras



Desempeñan un doble papel dentro del sistema financiero. Además de ser el principal elemento de intermediación de los flujos financieros, tienen capacidad para *influir en la liquidez* del sistema mediante la concesión de créditos y la puesta a disposición del público de *depósitos* a la vista (depósitos derivados de créditos) que aumentan la capacidad de gasto de los agentes económicos. Su principal fuente de abastecimiento es el ahorro de las familias, que captan en forma de depósitos a la vista de ahorro y plazos (depósitos primarios), y los créditos que obtienen de la autoridad monetaria y otras entidades crediticias.

Aunque no pueden conceder créditos, también se consideran instituciones monetarias los *fondos del mercado monetario* porque su actividad se centra en instrumentos muy líquidos. Estos fondos son sociedades de inversión colectiva que desarrollan su papel de intermediación financiera mediante la obtención de recursos ajenos —con frecuencia procedentes de pequeños ahorradores—, con la emisión de pasivos muy líquidos que remuneran de acuerdo con los rendimientos obtenidos de la inversión en los mercados financieros.

- Instituciones financieras no monetarias (IFNM). Su papel dentro del sistema financiero se limita a la intermediación, y no tienen capacidad para conceder créditos; por tanto, no influyen directamente en la cantidad de dinero del sistema. En algunos países estos intermediarios pueden ser muy numerosos, y no todos son objeto de registro contable por parte de la contabilidad nacional. Entre otros, destacan por su importancia:
 - Las *empresas de seguros* y gestoras de *fondos de pensiones*. Las primeras obtienen sus recursos con la emisión de un pasivo específico, las pólizas de seguros, que les compromete al pago de una indemnización en caso de ocurrir el siniestro asegurado. En los fondos de pensiones los asociados pagan aportaciones periódicas a cambio del compromiso de pago de una pensión a partir del momento de su jubilación. Con el ahorro obtenido por esa vía realizan operaciones de depósito en instituciones financieras y acuden al mercado de capitales, donde invierten en la compra de activos financieros de los que obtienen un rendimiento suficiente para atender las indemnizaciones contratadas y procurarse determinado nivel de beneficios.
 - Los *fondos de inversión mobiliaria* son también sociedades de inversión colectiva y tienen un funcionamiento semejante a los fondos del mercado monetario, pero su actividad inversora se centra en los mercados de renta fija o variable, y los pasivos que emiten para la captación del ahorro familiar son menos líquidos y más vinculados al riesgo.
 - Las *sociedades de valores* y auxiliares financieros, a diferencia de las anteriores, no pueden emitir pasivos financieros propios para la captación de ahorro. La actividad mediadora de las sociedades de valores se limita a la compra y venta, por cuenta ajena, de instrumentos financieros emitidos por otras instituciones del sistema financiero.

Inversión no financiera frente a inversión financiera

Para registrar con precisión la lógica financiera, la contabilidad nacional utiliza una serie de conceptos que debemos tener en cuenta en la interpretación de los flujos financieros que se establecen entre los sectores institucionales y el conjunto de la economía. Algunos de esos conceptos son los siguientes:

- Recursos de capital (RC)/patrimonio financiero neto (PFN). El ahorro bruto (AHB) se identifica con el volumen de recursos disponibles una vez descontados los gastos en consumo final. Pero el ahorro no es la única fuente de recursos para financiar la inversión en activos reales y financieros, porque los agentes económicos pueden recibir u otorgar recursos en forma de transferencias de capital. Las *transferencias netas de capital* (TNK) son donaciones destinadas a financiar inversiones y alteran los recursos de capital disponibles por los agentes económicos. Se consideran como tales la ayudas públicas para mejoras

estructurales en proyectos industriales y de medio ambiente, proyectos de desarrollo regional, etc.

La suma de ambas fuentes de financiación constituye los recursos de capital o el patrimonio financiero neto disponible para la inversión:

$$RC = PN = AHB + TNK$$

- Inversión en activos no financieros (IANF). En contabilidad nacional, la inversión en activos no financieros se identifica con la inversión en activos reales para la producción. Se trata de un concepto más amplio que el de formación bruta de capital porque incluye:
 - *Formación bruta de capital* (FBC). Activos no financieros *producidos* vinculados directamente a la actividad productiva: maquinaria, bienes de quipo, edificios, viviendas, programas informáticos, etc.
 - *Adquisición de terrenos e intangibles* (ATI). Activos no financieros *no producidos* que pueden utilizarse en la producción de bienes y servicios pero no están vinculados directamente al proceso productivo: terrenos, recursos del subsuelo e intangibles como patentes, marcas, etc.

$$IANF = FBC + ATI$$

- Inversión en activos financieros (IAF). Cualquier agente económico que, una vez financiada su inversión en activos reales, consigue disponer de ahorro, tratará de defenderlo de la inflación y aumentar su cuantía colocándolo en *activos financieros* que le ofrezcan las mejores condiciones de rentabilidad, disponibilidad y riesgo.

El abanico de posibilidades que se ofrece es amplio, y va desde mantenerlo en forma de activos financieros líquidos (AFL) —efectivo, depósitos bancarios, títulos a corto plazo, etc.— hasta adquirir activos financieros rentables

ESQUEMA 2.3

Instrumentos financieros

Oro y otras reservas		
Efectivo y depósito transferibles	}	Activos financieros líquidos (AFL)
Otros depósitos		
Valores distintos de acciones		
Acciones y otras participaciones	}	Activos financieros rentables (AFR)
Préstamos		
Reservas técnicas de seguros		
Otras cuentas		

(AFR), como deuda pública de rentabilidad segura que permita desgravar impuestos o asumir más riesgos en busca de la mayor rentabilidad que pueden ofrecer los instrumentos financieros de renta variable, como pueden ser las acciones de una empresa. Otra alternativa puede ser la suscripción de una póliza de seguros o la participación en fondos de inversión. Todas esas operaciones se consideran inversiones financieras, y de ellas nos ocuparemos en detalle más adelante.

2.2.2. ¿Qué decide las operaciones financieras?

Niveles de negociación

No todas las operaciones de compraventa de instrumentos financieros tienen el mismo efecto sobre la actividad real. Con cualquiera de los instrumentos citados se llevan a cabo operaciones en dos niveles de negociación:

- Operaciones de *mercado primario* o de emisiones. Se negocian instrumentos de nueva creación. Estas operaciones canalizan el ahorro hacia la inversión, es decir, hacia la formación bruta de capital. Financian actividad real. Por ejemplo, una empresa decide ampliar capital para nuevas instalaciones mediante la emisión de acciones.
- Operaciones de *mercado secundario*. Se negocian instrumentos financieros emitidos previamente. Por tanto, estas operaciones no alteran, en principio, la cuantía de la financiación otorgada. Tienen un carácter especulativo, no productivo. En el ejemplo anterior, las acciones emitidas en el mercado primario se compran y venden una y otra vez en el mercado secundario con la esperanza de obtener ganancias por diferencias en el precio de compra y de venta. El volumen de operaciones de mercado secundario es mucho mayor que el de operaciones en mercado primario.

Puesto que las operaciones del mercado secundario tienen un carácter especulativo y no canalizan ahorro hacia la inversión productiva, ¿para qué sirven? Son un buen indicador de tensiones en el mercado primario, y orientan a los agentes sobre el coste y la rentabilidad de los instrumentos financieros para las *nuevas emisiones* en mercado primario que sí financian actividad productiva. Además, facilitan la inversión a través del mercado primario, porque la posibilidad de recuperar lo invertido mediante la venta de un activo genera confianza y la posibilidad de rentabilizar el ahorro sin esperar al cumplimiento de plazos de amortización.

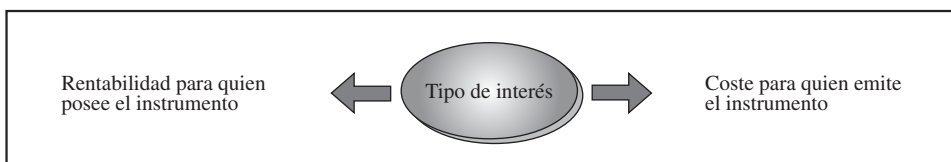
Liquidez, rentabilidad y riesgo financiero

La decisión de los agentes por uno u otro tipo de instrumento para endeudarse o colocar sus ahorros nos conduce a un *problema de elección* de acuerdo con las venta-

jas que cada instrumento pueda proporcionar a su emisor y poseedor en función de las características de liquidez, rentabilidad y riesgo de cada uno de ellos.

- **La liquidez.** El grado de liquidez de un activo financiero viene determinado por la posibilidad de convertirlo en dinero efectivo de una forma rápida, cierta y sin pérdidas. Por ejemplo, el grado de liquidez de una letra del Tesoro estará en función del plazo de vencimiento y de la posibilidad de venderla antes del plazo de vencimiento; cuanto mayor sea el plazo, mayor será el coste que el comprador exigirá por la operación, y por tanto menor el grado de liquidez de ese instrumento.
- **La rentabilidad-coste.** La rentabilidad de un instrumento hace referencia al posible rendimiento que proporciona a su propietario. Cualquier agente que desee colocar su ahorro en la adquisición de instrumentos financieros —un título de deuda pública, acciones de una empresa o una cuenta bancaria a plazo fijo— elegirá uno u otro, además de por otras consideraciones, en función del rendimiento de cada uno de ellos. Por el contrario, el agente que desee comprar ahorro para financiar un proyecto de inversión decidirá uno u otro instrumento —crédito bancario, emisión de acciones, etc.— en función del coste de cada alternativa.

El indicador de rentabilidad-coste de un instrumento financiero es el *tipo de interés*. Es el precio que se paga por el uso del ahorro (recursos financieros) durante un período de tiempo determinado.



Algunos aspectos a tener en cuenta sobre el concepto de rentabilidad:

Rentabilidad nominal y efectiva

VN = valor nominal asignado en el momento de la emisión.

CA = coste de adquisición, cuantía pagada.

RN = rendimiento nominal en términos absolutos.

Rentabilidad nominal (i_n) es el rendimiento de un instrumento financiero, medido en tanto por 100 sobre su valor nominal.

$$i_n = (RN/VN) 100$$

Rentabilidad efectiva (i_e) es el rendimiento de un instrumento financiero, medido en tanto por 100 sobre su coste de adquisición.

$$i_e = (RN/CA) 100$$

Rentabilidad fiscal es el rendimiento efectivo que se obtiene de un instrumento al tener en cuenta las desgravaciones otorgadas por las Administraciones Públicas para facilitar su colocación en los mercados. Supone un aumento de la rentabilidad nominal.

DF = desgravación fiscal absoluta.

$$i_e = \{(RN + DF)/CA\} 100$$

Conclusión:

- Para el oferente de ahorro, el atractivo de un instrumento financiero depende de la *rentabilidad efectiva*. Ésta será mayor cuanto mayor sea la rentabilidad nominal y menor el coste de adquisición del mismo. A mayor desgravación fiscal, más rentable es el instrumento adquirido por el ahorrador.
- Para el demandante de ahorro, el objetivo es emitir un instrumento financiero y obtener recursos al *mínimo coste* posible. Coste que será menor cuanto menor sea la rentabilidad nominal que deba prometer en la nueva emisión y mayor el coste de adquisición de instrumentos semejantes en los mercados secundarios.

EJEMPLO 1

Dada la siguiente información sobre un instrumento financiero, en euros:

Valor nominal	100
Coste de adquisición.....	125
Rendimiento nominal en términos absolutos	20
Desgravación fiscal absoluta.....	2,5

Calcular:

1. La rentabilidad nominal y efectiva del instrumento sin ventajas fiscales.

$$i_n = (RN/VN) 100 = (20/100)100 = 0,20 = 20\%$$

$$i_e = (RN/CA) 100 = (20/125)100 = 0,16 = 16\%$$

2. La rentabilidad efectiva con ventajas fiscales.

$$i_e = \{(RN + DF)/CA\} 100 = \{(20 + 2,5)/125\} 100 = 18\%$$

Rentabilidad efectiva real

La rentabilidad-coste de cualquier instrumento puede verse reducida en la misma proporción en que la *inflación* afecta el poder adquisitivo del dinero. Del mismo modo que cuando se trata de valorar otras magnitudes económicas, también podemos diferenciar entre tipo de interés efectivo real y en términos nominales según se haya descontado o no el efecto de los precios.

i_{er} = tipo de interés efectivo en términos reales.

i_e = tipo de interés efectivo en términos nominal.

p = tasa de inflaciones.

$$i_{er} = i_e - p$$

EJEMPLO 2

Dada la siguiente información sobre instrumentos financieros de distintos países:

	País A	País B	País C
Rentabilidad efectiva (%)	7,0	7,3	6,5
Tasa de inflación (%)	4,0	4,3	3,0

¿Cuál sería el instrumento más atractivo para el ahorrador?

$$i_{er} (A) = 3 \%$$

$$i_{er} (B) = 3 \%$$

$$i_e (C) = 3,5 \%$$

- **El riesgo y el desconocimiento del futuro.** Llamamos *riesgo* a la probabilidad de que un instrumento financiero pierda valor. Depende de la garantía que ofrezca el emisor para hacer frente a la obligación de pago contraída. Así, el riesgo de un título de deuda pública suele ser menor que el de una letra emitida por una familia: del primero responde el Estado, mientras que la segunda sólo tiene como garantía la capacidad de pago de la familia al vencimiento.

Los ahorradores llevan a cabo análisis comparados de rentabilidad y eligen entre una amplia gama de alternativas aquellas que más se ajusten a sus necesidades. Pero nada garantiza que el rendimiento de una inversión financiera coincida exactamente con las previsiones, porque los mercados pueden verse afectados por acontecimientos imprevistos o simplemente por las *expectativas de los inversores* que hacen cambiar la cotización y, por tanto, la rentabilidad efectiva de determinados instrumentos de un día para otro sin que la rentabilidad nominal haya cambiado lo más mínimo. Una vez más está presente algo muy característico de la actividad económica: la posición de los agentes económicos ante la *incertidumbre* derivada del desconocimiento del futuro.

No hay inversión sin riesgo, y su valoración constituye una parte importante del trabajo de los analistas financieros. Aquí nos interesa resaltar sólo algunas diferencias de contenido:

- *Riesgo de mercado* es la probabilidad de que se produzca una pérdida de valor consecuencia de la bajada en la cotización de un título. La medida simple para medir este tipo de riesgo en los mercados financieros es la varianza o la desviación típica de la distribución de rendimientos o de cotizaciones a lo largo de un período determinado.
- *Riesgo de crédito* tiene que ver con la probabilidad de impago de la deuda —principal e intereses— por parte del agente que emite los pasivos financieros y al que se exigen determinadas garantías.

Existen instituciones o agencias en el mercado que se encargan de valorar la capacidad de hacer frente a los compromisos que asumen los emisores de pasivos financieros, es decir, su solvencia. En cualquier caso, una calificación no es una garantía de *solvencia*, sino una orientación de riesgos que sirve en circunstancias normales. Son muy populares a nivel internacional las calificaciones otorgadas por las agencias Standard & Poors o Moody's utilizando un sistema de calificación de riesgos basado en letras en lugar de cifras. Si una empresa, una entidad financiera o incluso un país tienen una calificación AAA, significa que tienen el máximo nivel de seguridad. A medida que desciende en la calificación, el deudor es menos solvente, el riesgo aumenta y se le exige más rentabilidad a los instrumentos emitidos para atraer el interés de los inversores.

Estas características —liquidez, rentabilidad, riesgo— se encuentran interrelacionadas, de modo que la rentabilidad de un instrumento financiero será tanto mayor cuanto mayor sea el riesgo que incorpora y menor la liquidez del mismo. En todo sistema financiero, el dinero en efectivo es el activo más líquido y de menor rentabilidad y riesgo; cualquier otro instrumento compensará su riesgo y menor liquidez con mayor grado de rentabilidad. En cualquier caso, estos conceptos son siempre relativos, es decir, no tiene mucho sentido hablar de una rentabilidad alta o baja o de un instrumento con riesgo o seguro por sí mismo; siempre habrá que referirlos a algún promedio general o algún indicador de medida entre distintos instrumentos y diferentes períodos de tiempo.

2.2.3. Capacidad y necesidad de financiación

Ahorro financiero y situación financiera

El *ahorro financiero* es la parte de los recursos de capital que se dispone para invertir o especular en los mercados financieros. Es lo que queda del ahorro bruto una vez se han tenido en cuenta las transferencias netas de capital y la inversión en los mercados de activos reales. Determina la situación financiera en términos de capacidad o necesidad de financiación.

$$AHF = (AHB \pm TNK) - IANF$$

El análisis de los flujos financieros de la economía se realiza desde la perspectiva de relacionar la situación financiera del conjunto de sectores residentes frente al resto del mundo.

- Si la economía tiene *capacidad* de financiación, es decir, los recursos de capital disponibles son mayores que la inversión nacional en activos reales, el ahorro financiero nacional es positivo.

$$\begin{aligned} RC > IANF &\rightarrow AHF (+) \quad \text{capacidad de financiación.} \\ &\rightarrow VAF > VPF \end{aligned}$$

La economía dispone de recursos suficientes para financiar su inversión en activos no financieros (*IANF*) y prestar el ahorro sobrante al resto del mundo. Ese préstamo se plasma en la adquisición neta por parte de residentes de activos financieros del resto del mundo.

- Si la economía tiene *necesidad* de financiación, es porque los recursos de capital son insuficientes para financiar su propia inversión en formación bruta de capital.

$$\begin{aligned} RC < IANF &\rightarrow AHF (-) \quad \text{necesidad de financiación.} \\ &\rightarrow VAF < VPF \end{aligned}$$

La economía no dispone de recursos suficientes para financiar su *IANF*. Para cubrir la escasez de recursos propios, recurre al ahorro del resto del mundo mediante la emisión neta de pasivos financieros que adquieren los agentes del resto del mundo. Se endeuda con el exterior.

Desde la perspectiva de la contabilidad nacional, el resto del mundo es un sector institucional como cualquier otro, y la interpretación de la información referida al conjunto de la economía debe hacerse teniendo en cuenta el principio de partida doble contable, es decir, que los flujos que otorga un sector los recibe necesariamente otro, de modo que la diferencia entre lo otorgado y lo recibido a nivel agregado (incluido el resto del mundo) es nula. Esto significa que si el conjunto de sectores residentes tiene capacidad de financiación, el sector exterior tiene necesidad de financiación en la misma cuantía. Y al revés, si el conjunto de sectores residentes tiene necesidad de financiación, el sector exterior tiene capacidad de financiación.

¿Está mal endeudarse con el exterior?

Para valorar la situación financiera de un país respecto al exterior no podemos limitarnos a identificar como positiva cualquier situación de capacidad de financiación,

y como negativa cualquier situación de necesidad de financiación. El diagnóstico debe realizarse desde una perspectiva que tenga en cuenta el momento del ciclo en que se encuentre la economía en cuestión y la duración de las situaciones de carencia o exceso relativo de recursos financieros.

Si el endeudamiento externo se produce para financiar el crecimiento de la actividad económica y el empleo, es decir, para hacer frente a la inversión productiva que no es posible financiar sólo con ahorro nacional, la situación de necesidad de financiación puede calificarse de positiva. Del mismo modo que parece lógico que una empresa acuda a la financiación externa para financiar sus proyectos de inversión, también lo es que una economía lo haga para financiar su crecimiento económico. Por el contrario, no parece lógico mantener situaciones de capacidad de financiación y prestar recursos al exterior cuando las necesidades de crecimiento económico y el empleo de un país exigen aplicar todo el ahorro nacional generado y no prestarlo al exterior. Naturalmente, la situación óptima sería aquella que mejor ajustase la generación de ahorro nacional a las cambiantes necesidades de financiación vinculadas al ciclo económico.

ESQUEMA 2.4

Ahorro y situación financiera

+	Renta disponible	
–	Consumo	
=	AHB Ahorro bruto	
±	Transferencia netas de capital	
=	RC Recursos de capital	
–	Inversión en activos no financieros/FBC y otras	
=	AHF Ahorro financiero (±)	
=	Capacidad (+)/necesidad de financiación (–)	
=	$VAF - VPF$	Oro y otras reservas Efectivo y depósitos transferibles Valores distintos de acciones Acciones y otras participaciones Préstamos y otros

$$AHF (\pm) = AHB \pm TNK - IANF$$

$$AHF (\pm) = RC - IANF = IAF = VAF - VPF$$

EJEMPLO 1

Conociendo la siguiente información para el conjunto de la economía, en millones euros:

Renta disponible	640.000
Formación bruta de capital	160.000
Consumo final	490.000
Transferencias netas de capital con el exterior	-10.000

1. ¿El país tiene capacidad o necesidad de financiación? ¿Por qué?

$$AHF (\pm) = (AHB \pm TNK) - IANF$$

$$(150.000 - 10.000) - 160.000 = -20.000$$

La economía tiene necesidad de financiación.

2. Si disminuye el consumo final, aumentará la capacidad de financiación. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Cierto. Si disminuye el CF aumenta el AHB y, en consecuencia, el AHF:

Aumenta la capacidad = disminuye la necesidad.

3. Si aumenta la formación bruta de capital, disminuirá la capacidad de financiación. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Cierto. Si aumenta la FBC, es a costa de los recursos disponibles para la inversión financiera, es decir, el AHF:

Disminuye la capacidad = aumenta necesidad.

4. Un aumento de las transferencias netas de capital del exterior aumenta la capacidad de financiación, pero un aumento de las transferencias corrientes del exterior la disminuye. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Un aumento de TNK aumenta los recursos de capital y el AH.

Un aumento de TRC aumenta la RDB, el AHB y el AH.

Ambos aumentan la capacidad de financiación.

5. Los cambios en la adquisición de terrenos e intangibles (ATI) del exterior afectan a la formación bruta de capital pero no a la situación financiera de la economía. ¿Cierto o falso?

El saldo de ATI con el exterior se incluye en IANF. No afecta a la FBC pero sí a la capacidad o necesidad financiera frente al exterior.

Situación financiera de los sectores institucionales

El papel de los sectores institucionales en el conjunto de flujos financieros de la economía puede verse afectado por múltiples factores, que condicionan desde sus

niveles de renta disponible hasta sus decisiones de inversión en activos no financieros y financieros. No obstante, algunos de ellos mantienen en el tiempo un papel dominante como prestamistas o prestatarios netos respecto al conjunto de la economía que conviene tener en cuenta.

ESQUEMA 2.5

Papel de los agentes institucionales en la financiación de la economía

Hogares e ISFLSH	—————▶	prestamistas netos
Empresas no financieras	—————▶	prestatarios netos
Empresas financieras	—————▶	intermediarias
Administraciones Públicas	—————▶	prestamistas/prestatarios netos
= Resto del mundo	—————▶	prestamista/prestatario neto

El papel financiero dominante de los sectores institucionales de la economía es el siguiente:

— *Papel financiero de los hogares e ISFLSH: prestamistas netos*

Por lo general, el sector de hogares en su conjunto registra niveles de ahorro financiero positivos, es decir, tiene capacidad de financiación que utiliza en la adquisición de activos financieros de distinta naturaleza en busca de la combinación rentabilidad-riesgo más adecuada. Esto no significa que el sector no emita pasivos financieros: una parte importante de su *IANF* son inversiones en viviendas que los hogares financian parcialmente con préstamos hipotecarios, es decir, endeudándose con la emisión de pasivos financieros a los que deberá hacer frente en ejercicios sucesivos.

$$RCH > IANFH \rightarrow AHFH (+) \rightarrow \text{capacidad de financiación}$$

$$VAFH > VPFH$$

A lo largo del tiempo se suceden situaciones acreedoras y deudoras de los hogares frente al resto de los sectores institucionales, pero, en su conjunto, la adquisición de activos financieros supera la emisión de pasivos financieros, de modo que los hogares constituyen la principal *fuentes de recursos financieros* de la economía. Sus decisiones sobre el nivel de endeudamiento que están dispuestos a asumir son determinantes para el funcionamiento de la actividad económica a nivel agregado.

EJEMPLO 2

Teniendo en cuenta la siguiente información del sector de hogares en millones de euros:

Renta disponible	61.000
Gasto en consumo final	39.500
Transferencias netas de capital	-600
Adquisición de viviendas	18.000

1. Calcular el ahorro disponible para invertir en los mercados financieros.

$$AHFH = AHBH \pm TNKH - IANFH \quad IANFH = FBCH + ATIH$$

$$AHFH = 21.500 - 600 - 18.000 = 2.900 \text{ (capacidad de financiación)}$$

2. Calcular la diferencia entre la variación de activos y pasivos.

$$VAFH - VPFH = AHFH = 2.900$$

— Papel financiero de empresas no financieras: prestatarios netos

Las empresas no ofrecen niveles importantes de ahorro financiero. Su objetivo principal es maximizar beneficios y distribuirlos, no acumular ahorro financiero. Por tanto, es frecuente que los recursos de capital disponibles de las empresas sean insuficientes para financiar su inversión en activos no financieros, y deban recurrir a la emisión de pasivos financieros —acciones, obligaciones, pagarés, etc.— para captar el ahorro de los sectores con capacidad de financiación.

$$RCE < IANFE \rightarrow AHFE (-) \rightarrow \text{necesidad de financiación}$$

$$VAFE < VPFE$$

Lo anterior no significa que las empresas no adquieran activos financieros. De hecho, lo hacen con frecuencia para participar en otras empresas o simplemente para rentabilizar temporalmente una parte de sus recursos financieros. Pero este tipo de operaciones financieras son menos importantes que las destinadas a captar ahorro ajeno mediante la emisión de pasivos financieros. De ahí que en su conjunto en el sector de empresas dominen las situaciones de necesidad de financiación.

EJEMPLO 3

A partir de la siguiente información del sector empresas no financieras, en millones de euros:

Recursos de capital de empresas	14.000
VAF	2.300
VPF	3.500

1. Calcular el valor de la inversión en activos reales (no financieros) del sector.

$$VAFE - VPFE = AHFE \quad 2.300 - 3.500 = -1.200 \text{ (necesidad de financiación)}$$

$$IANFE = RCE - AHFE$$

$$IANFE = 14.000 - (-1.200) = 15.200$$

2. Si aumentan las transferencias de capital a las empresas en 10 millones de euros, aumentará el ahorro bruto de las empresas en igual cuantía. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Las transferencias de capital no afectan al ahorro bruto, pero sí al ahorro financiero.

— Papel financiero de las Administraciones Públicas: prestatarios/prestamistas netos

Por su naturaleza, la posición financiera de las Administraciones está muy vinculada al ciclo económico y a las decisiones de política presupuestaria de los gobiernos.

En momentos de *recesión* económica es frecuente que los ingresos públicos en concepto de impuestos no sean suficientes para financiar el gasto público en consumo e inversiones no financieras y, sobre todo, los programas de transferencias sociales —subsidios de desempleo, etc.— derivados de esa recesión. Se incurre en situaciones de *déficit presupuestario PPT* (–), que deberán financiarse con la emisión de pasivos financieros (bonos, obligaciones, etc.) para captar el ahorro de los sectores que lo generan.

$$RCAP < IANFAP \rightarrow AHFAP (-) \rightarrow \text{necesidad de financiación} \\ VAFAP < VPFAP$$

Para cubrir esa necesidad se recurre a la emisión de *pasivos* financieros (bonos, obligaciones, letras, etc.) que compiten en los mercados financieros por la captación de ahorro de las familias. Como ocurre con las empresas, también las Administraciones Públicas adquieren *activos* como forma de participar en otras empresas o por razones de rentabilidad, pero lo hacen en mucha menor cuantía que emiten pasivos, de modo que la situación financiera dominante de las Administraciones Públicas es la de demandantes netos de ahorro.

En momentos de *auge* económico la situación anterior tiende a corregirse. Aumentan los ingresos corrientes y las cotizaciones sociales, y a la vez que disminuye el paro también lo hace el gasto público en concepto de transferencias por desempleo y otras coberturas sociales. Se tiende así a menores déficits, o se alcanzan *superávits presupuestarios PPT* (+) que se traducen en menores emisiones de pasivos financieros y/o adquisición de activos financieros de acuerdo con su nueva situación financiera. Así, el sector público se transforma en financiador de la actividad del sector privado.

$$RCAP > IANFAP \rightarrow AHFAP (+) \rightarrow \text{capacidad de financiación} \\ VAFAP > VPFAP$$

La situación financiera de la Administraciones Públicas puede expresarse en términos de presupuesto público, de modo que:

Saldo presupuestario (PPT) = Ingresos no financieros – Gastos no financieros

$$AHFAP (\pm) = PPT$$

$PPT > 0$ superávit presupuestario

$AHFAP (+)$ capacidad de financiación

$PPT < 0$ déficit presupuestario

$AHFAP (-)$ necesidad de financiación

EJEMPLO 4

De acuerdo con la siguiente información de las AA. PP., en millones de euros:

Renta disponible de las AA.PP.	90.300
Consumo público	65.000
Inversión pública en activos reales	35.000
Transferencias de capital recibidas	5.000
Transferencias de capital otorgadas	15.000

1. Calcular el saldo presupuestario y la situación financiera de las AA.PP.

$$PPT = AHFAP$$

$$AHFAP = AHBAP \pm TRNKAP - FBCAP$$

$$AHBAP = RDAP - CFAP = 90.300 - 65.000 = 25.300$$

$$PPT = AHFAP = 25.300 + (5.000 - 15.000) - 35.000 = -19.700 \text{ déficit/necesidad financiación}$$

2. En el mismo ejercicio, ¿podría darse un superávit presupuestario si la inversión pública se recorta en 19.700 millones de euros?

Falso. No habría superávit sino equilibrio presupuestario. Un recorte de la inversión pública en 19.700 millones de euros es equivalente al déficit presupuestario.

$$PPT = 0 \text{ equilibrio presupuestario}$$

3. Si aumentan las transferencias corrientes por desempleo y, a la vez, aumentan las transferencias de capital en la misma cuantía, la renta disponible de las Administraciones Públicas no se verá alterada. ¿Cierto o falso?

Falso. La renta disponible de las Administraciones Públicas disminuirá porque aumentan los gastos corrientes. Las transferencias de capital no afectan a la renta disponible.

4. Si disminuyen los impuestos corrientes sobre la renta, y al mismo tiempo disminuye el consumo público en igual cuantía, el ahorro financiero de las Administraciones Públicas no se verá alterado. ¿Cierto o falso?

Cierto. El ahorro financiero no se verá afectado porque la renta disponible disminuye en la misma cuantía que el consumo y el ahorro bruto permanecen inalterados.

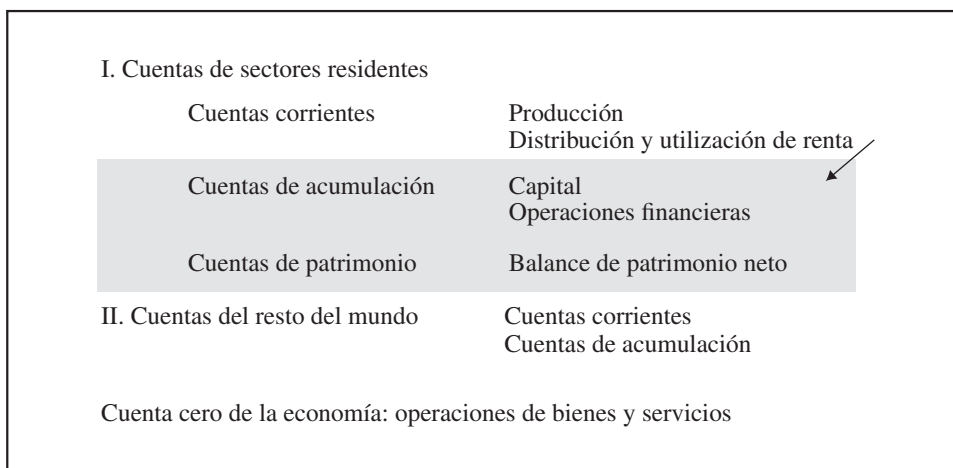
2.2.4. Los agregados financieros en la contabilidad nacional

En la contabilidad nacional, la secuencia completa de la actividad financiera se recoge en dos grupos de cuentas:

- Cuentas de *acumulación*, que informan sobre el origen y nivel de recursos de capital disponibles (patrimonio neto) para financiar la inversión en activos reales, y sobre el papel de los distintos sectores institucionales en los mercados financieros en función de los cambios en su cartera de activos y pasivos financieros.
- Los *balances*, que representan el patrimonio o riqueza de los sectores institucionales, al principio y al final del período contable, obtenido a partir de los resultados de las cuentas de acumulación.

ESQUEMA 2.6

Estructura de la Contabilidad Nacional



¿Cómo se registran los flujos financieros?

Las operaciones financieras describen cambios en la disponibilidad y aplicación de los recursos de capital, y se plasman en variaciones de la posición financiera de los agentes económicos en términos de activos y pasivos financieros (salidas y entradas de recursos) en un período de tiempo determinado.

Su registro contable es el convencional, es decir, los *activos son un empleo* y su variación se registra a la izquierda, mientras que los *pasivos son un recurso* y su variación se anota a la derecha. El desequilibrio entre ambos flujos se compensa con el saldo contable, que representa la posición financiera neta de acuerdo con el principio contable

de partida doble. La posición neta siempre se anota en la columna de recursos con signo (+) en caso de salida neta, y signo (–) en caso de entrada neta de recursos.

Empleos	Recursos
<i>VAF</i> (±) Variación de activos financieros	Variación de pasivos financieros <i>VPF</i> (±)
	Posición financiera neta <i>PFN</i> (±)

Cuentas de acumulación

1. Cuentas de capital

- Cuenta de *variación del patrimonio neto* → Informa sobre los cambios de los recursos de capital (patrimonio neto) de los agentes económicos debidos al ahorro, las transferencias y los impuestos sobre el capital.

Cuenta de capital: (a) Variación de patrimonio neto

VAF	VPF
	Ahorro bruto <i>AHB</i> Transferencias netas de capital <i>TRNK</i>
<i>VPN/RC</i> Variación patrimonio neto/recursos de capital	

$$RC/VPN = AHB + TRNK$$

- Cuenta de *adquisición de activos no financieros* → Informa sobre los cambios en la disponibilidad de recursos de capital para financiar la inversión en activos no financieros.

Cuenta de capital: (b) Adquisición de activos no financieros

VAF	VPF
<i>FBC</i> Formación bruta de capital <i>ATI</i> Adquisición terrenos e intangibles	Variación patrimonio neto <i>VPN/RC</i>
<i>AHF</i> (±) Capacidad/necesidad de financiación	

$$AHF(\pm) = RC - (FBC + ATI)$$

EJEMPLO 1

Elaborar las cuentas de capital y determinar la capacidad o necesidad de financiación de la economía a partir de la siguiente información en millones de euros:

Ahorro bruto	40.000	Terrenos e intangibles	300
Formación bruta de capital	97.500	Impuestos sobre capital a cobrar	1.000
Transferencias de capital a cobrar	19.000	Impuestos sobre capital a pagar	1.500
Transferencias de capital a pagar	14.500		

(a) Cuenta de variación de patrimonio neto	VA	VP
Ahorro bruto	—	40.000
Transferencias netas de capital a cobrar	—	20.000
Transferencias netas de capital a pagar	—	-16.000
VRC/VPN	44.000	—
(b) Cuenta de adquisición de activos no financieros	VA	VP
VRC/VPN	—	44.000
Formación bruta de capital	97.500	—
Terrenos e intangibles	300	—
AHF/Cap (+)/nec (-) financiación	-53.800	—

2. Cuenta de operaciones financieras

Informa sobre el tipo de instrumento en que se plasman los flujos financieros —créditos y deudas— establecidos entre los sectores institucionales.

Cuenta de operaciones financieras (residentes)

VAF	VPF
Adquisición neta de activos (efectivo, depósitos, acciones, etc.)	Emisión neta de pasivos (efectivo, depósitos, acciones, etc.)
	Operaciones financieras netas OFN (±)

$$OFN (\pm) = AHF (\pm) = VAF - VPF$$

EJEMPLO 2

Elaborar la cuenta de operaciones financieras y determinar la capacidad o necesidad de financiación de la economía a partir de la siguiente información en millones de euros:

	Adquisición neta	Emisión neta
Oro monetario y otras reservas	100	—
Efectivo y depósitos	70.000	45.000

Valores distintos de acciones	7.000	24.000
Préstamos	27.000	26.000
Acciones y otras participaciones	10.000	14.000
Otras cuentas	40.600	39.000
Cuenta de operaciones financieras	VA	VP
Operaciones financieras netas =		
Cap (+)/nec (-) financiación	—	6.700
Oro monetario y DEG	100	—
Efectivo y depósitos	70.000	45.000
Valores distintos de acciones	7.000	24.000
Préstamos	27.000	26.000
Acciones y otras participaciones	10.000	14.000
Otras cuentas	40.600	39.000
Total	154.700	154.700

Cuentas de patrimonio

Cuentas de balances

Los balances financieros informan del saldo financiero al principio y al final de un período determinado. En estas cuentas se utilizan los mismos grupos de instrumentos que en la cuentas financieras, pero no registran flujos sino que informan del *stock* de activos (AF) y pasivos (PF) financieros. Tienen menos importancia en los análisis de financiación de la economía.

Balance de apertura

AF	PF
AF_i Activos financieros al inicio	Pasivos financieros al inicio PF_i
	Activos financieros netos al inicio AFN_i

$$AFN_i (\pm) = AF_i - PF_i$$

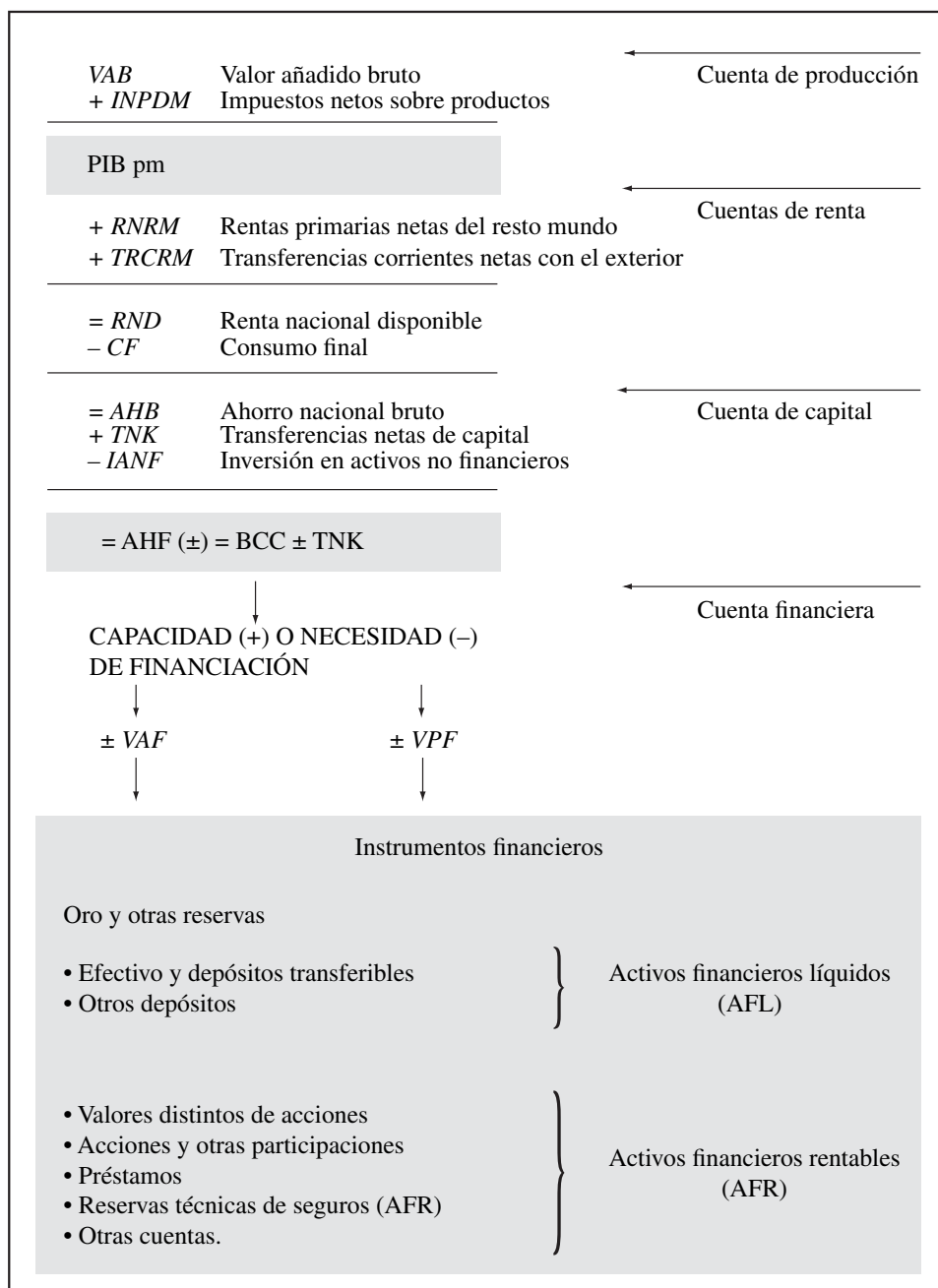
Balance final

AF	PF
AF_f Activos financieros al final	Pasivos financieros al final PF_f
	Activos financieros netos al final AFN_f

$$AFN_f (\pm) = AF_f - PF_f$$

ESQUEMA 2.7

Síntesis de magnitudes reales y financieras en la Contabilidad Nacional



Y la relación entre flujos y stocks financieros se establece del siguiente modo:

$$AFN \text{ final} = AFN \text{ inicio} + OFN$$

$$AFN \text{ final} = AFN \text{ inicio} + VAF - VP$$

EJEMPLO 3

A partir de la siguiente información en millones de euros elaborar las cuentas de balances financieros de la economía:

Activos financieros al inicio del período	2.150.700	
Activos financieros al final del período	2.172.400	
Pasivos financieros al inicio del período	2.135.000	
Pasivos financieros al final del período	2.150.000	
Balance de apertura	VA	VP
Activos financieros al inicio	2.150.700	—
Pasivos financieros al inicio.....	—	2.135.000
<i>AFN</i> al inicio.....	—	15.700
Balance de cierre	VA	VP
Activos financieros al final	2.172.400	—
Pasivos financieros al final.....	—	2.150.000
<i>AFN</i> al final.....	—	22.400
<i>OFN</i> = <i>VAF</i> – <i>VPF</i>	6.700 = 154.700 – 148.000	
<i>AFN</i> final = <i>AFN</i> inicio + <i>OFN</i>	22.400 = 15.700 + 6.700	

2.2.5. Rasgos de los flujos financieros de la economía española

Situación financiera frente al resto del mundo

Para cubrir las necesidades de financiación derivadas del crecimiento económico, a lo largo de la última década la economía española ha pasado de ser prestamista neta de recursos de capital al exterior a *receptora neta de ahorro* ajeno. Es decir, estamos endeudados con el resto del mundo. Esos cambios en el comportamiento financiero se deben tanto a la mayor demanda de recursos por parte de las empresas españolas para financiar la inversión en activos no financieros, como a la caída del ahorro de los hogares, que tradicionalmente han constituido la principal fuente de financiación de la economía española.

En efecto, a lo largo de los años noventa las cuentas financieras registraron una importante capacidad de financiación de la economía española frente al exterior, de modo que los recursos de capital disponibles —ahorro y transferencias de capital— permitieron cubrir la necesidades internas y prestar ahorro al resto del mundo. Esta situación resulta acorde con el comportamiento de los sectores institucionales en un entorno de crecimiento débil de la actividad económica española y, sobre todo, con la política de saneamiento financiero impuesta a nuestras Administraciones Públicas para el cumplimiento de las condiciones de Maastricht y nuestra aceptación como miembros de la Unión Monetaria Europea.

A partir de la creación de la moneda única europea, la economía española entró en una fase de expansión prolongada demandando cada vez más recursos financieros. La principal fuente de recursos —el ahorro de los hogares— comenzó a mermar a medida que las familias españolas, estimuladas por las buenas expectativas sobre el

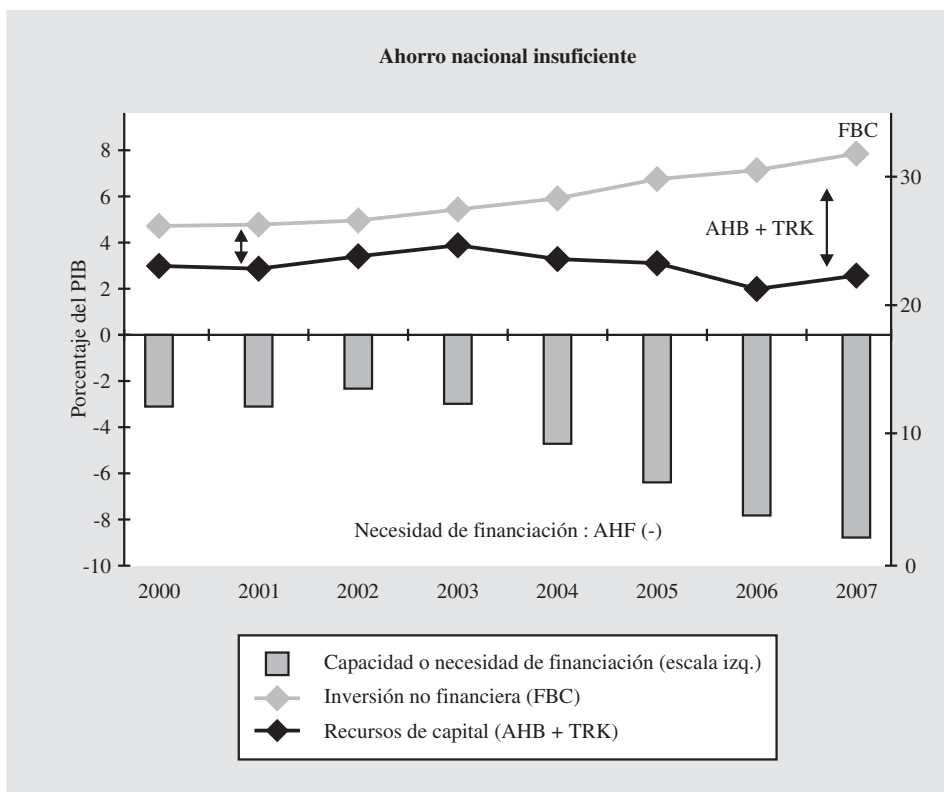


Figura 2.1. Capacidad/necesidad de financiación de la economía española (FUENTE: Contabilidad Nacional y Banco de España).

empleo y los bajos tipos de interés, se decidieron por el aumento del consumo y la inversión en viviendas. Así, los hogares españoles no sólo recortaron su capacidad para financiar al resto de los sectores institucionales, sino que se convirtieron en fuertes demandantes de ahorro para financiar sus inversiones en viviendas con la emisión de pasivos financieros en forma de préstamos hipotecarios. La caída del ahorro de los hogares fue tan intensa que ni siquiera el buen comportamiento financiero de las Administraciones Públicas impidió que la economía española tuviera que financiarse, cada vez con más intensidad, con ahorros del resto del mundo.

El cambio drástico de ciclo a partir de la crisis financiera internacional rompe con ese juego de sectores financiadores y financiados. Las Administraciones Públicas recuperan su papel de demandante de ahorro para financiar déficit presupuestarios crecientes. Las empresas anulan o posponen proyectos de inversión y reducen la demanda de ahorro, a la vez que el temor al desempleo y la incertidumbre sobre la situación económica general hacen recuperar los niveles de ahorro de las familias a costa del consumo. La economía en su conjunto pierde fuelle y las necesidades de financiación con recursos del exterior se reducen, aunque mantenemos la situación deudora frente al exterior.

Papel de los sectores institucionales

— Papel financiero de las empresas

El ahorro bruto del sector de *empresas no financieras* españolas se ajusta a un comportamiento procíclico —más ahorro en auge y menos en crisis— pero con oscilaciones muy acusadas: en épocas de crisis, cuando desciende el excedente de la producción, las caídas de ahorro bruto son más rápidas e intensas que las del conjunto nacional. Las expectativas empresariales sobre la evolución de los costes de producción, sobre todo los laborales y energéticos, determinan en gran medida este comportamiento. Pero que aumente el ahorro bruto de las empresas en épocas de auge no significa que lo haga también el ahorro financiero. De acuerdo con los principios de racionalidad productiva, cuando la coyuntura económica genera expectativas de beneficio, las empresas tienden a asumir niveles de *endeudamiento* elevados debido al aumento de sus proyectos de inversión y al crecimiento de los propios recursos de capital. De ahí que las tasas de ahorro financiero sean negativas y convivan con tasas de ahorro bruto positivas.

Éste parece ser el comportamiento de las empresas españolas en los últimos años. En los años anteriores a la crisis financiera internacional, la favorable coyuntura y la existencia de tipos de interés excepcionalmente bajos aumentaron su capacidad de autofinanciación —ahorro bruto—, y simultáneamente su capacidad de endeudamiento mediante la emisión de pasivos financieros, en particular renta variable, que fueron colocados con facilidad en los mercados de capitales nacionales e internacionales. Con la crisis las expectativas empresariales y la capacidad de autofinanciación se resienten y, en cualquier caso, las posibilidades de conseguir ahorro con la emisión de pasivos

son limitadas dadas las inestables condiciones de los mercados de capitales y las dificultades de acceder al crédito bancario.

— Papel financiero de los hogares

La capacidad de los hogares españoles para generar ahorro está relacionada con el nivel de renta que perciben las familias y con la situación laboral de sus miembros: la capacidad de ahorro disminuye cuanto mayor es el número de personas inactivas —jóvenes, jubilados, parados, amas de casa, etc.— que conviven en el hogar. Eso último explica, además de las diferencias de renta, la menor capacidad relativa de ahorro de las familias españolas frente a la media de las familias de la Unión Europea.

El ahorro de los hogares muestra un carácter *anticíclico*: aumenta en etapas de recesión, cuando el paro y la inseguridad en el empleo son más evidentes, y disminuye a medida que la situación económica y el empleo mejoran. No obstante, ese patrón de comportamiento puede verse alterado por numerosas circunstancias, tales como la

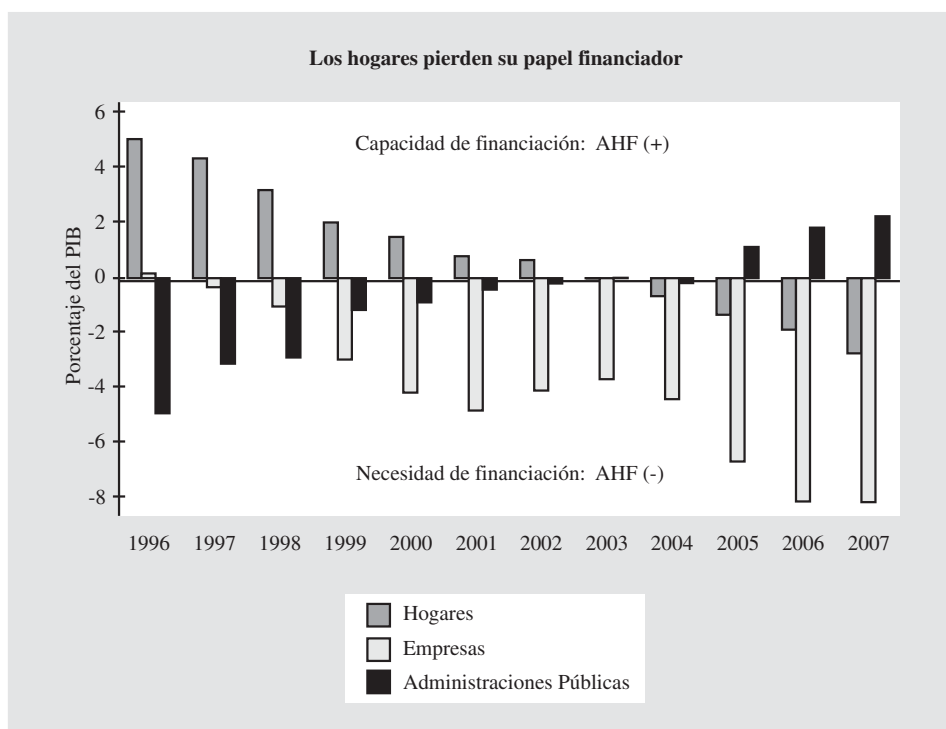


Figura 2.2. Papel financiero de los sectores residentes (FUENTE: INE. Contabilidad Nacional de España).

confianza de las familias en la duración de cada etapa del ciclo económico o el efecto riqueza derivado de la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros.

Durante los años anteriores a la crisis financiera se produjo una caída del ahorro bruto y un descenso en la inversión financiera de los hogares, a cambio de una mayor inversión en activos no financieros como la vivienda. Los pasivos financieros de las familias se dispararon como resultado del elevado endeudamiento en términos de préstamos hipotecarios para la adquisición de esas viviendas.

El posterior hundimiento del mercado inmobiliario y las dificultades para acceder a préstamos hipotecarios paraliza en poco tiempo el endeudamiento de las familias españolas. El efecto riqueza por revalorización de inmuebles y activos financieros deja de estimular el consumo y, a la vez, la incertidumbre sobre el futuro del empleo hace que se recupere la capacidad del sector para generar ahorro bruto y recuperar el papel de oferente neto de ahorro.

— Papel financiero de las Administraciones Públicas

La capacidad o necesidad de financiación de las Administraciones Públicas está muy condicionada por el ciclo económico y las medidas de política económica de los gobiernos para hacer frente a los desajustes económicos y sociales en cada momento.

Durante muchos años, las Administraciones Públicas españolas han competido con las empresas del sector privado para captar el ahorro de los hogares. Las dificultades económicas, el desempleo y la política de gasto social dirigida a alcanzar niveles de cobertura de otros países europeos dieron lugar a déficit presupuestarios sistemáticos que hubo que financiar con la captación de recursos, tanto nacionales como del resto del mundo, mediante la emisión de un importante volumen de pasivos financieros, es decir, de deuda pública.

Desde finales de los años noventa hasta la crisis financiera internacional la situación se corrige, alcanzando superávit presupuestarios y situaciones de capacidad de financiación. Es decir, el sector público deja de competir con el sector privado por el ahorro nacional y se transforma en prestamista neto del resto de los agentes económicos. La disciplina de política presupuestaria impuesta por la Unión Europea a los estados miembros y la entrada en una fase expansiva del ciclo económico de inusual duración en la economía española explican este cambio de tendencia de las cuentas públicas. También la política monetaria de bajos tipos de interés ha reducido automáticamente el gasto público en concepto de intereses de la deuda, y con ello se ha recortado la importancia de esa partida en las necesidades financieras del sector público español.

La fuerte desaceleración que sufre la economía española a partir de 2008 y las medidas de intervención de las Administraciones Públicas para sortear la crisis económica, hacen previsible el regreso a una nueva etapa de déficit presupuestarios y situaciones de necesidad de financiación, cuya intensidad y duración es todavía muy incierta.

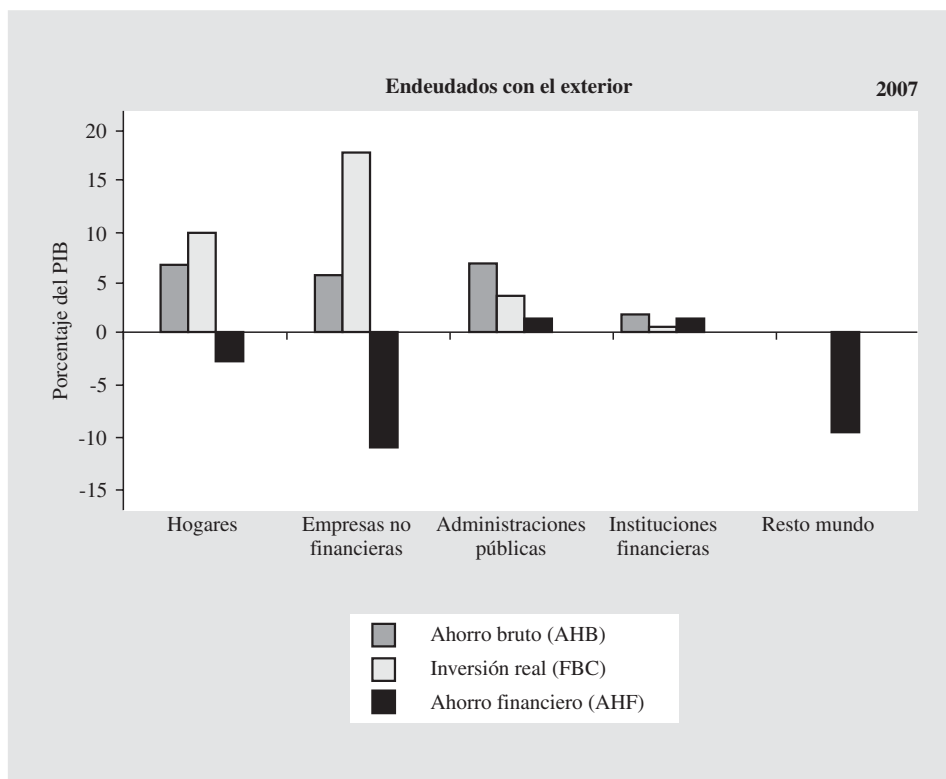


Figura 2.3. Situación financiera de los sectores institucionales (FUENTE: Contabilidad Nacional y Banco de España).

2.3. MERCADOS Y CONTROL DE FLUJOS FINANCIEROS

2.3.1. Algo más sobre rentabilidad y mercados financieros

Cotización, rentabilidad y tipo de descuento

La cotización (*CT*) es el precio que alcanza un instrumento financiero en el mercado de capitales expresado en tanto por 100 sobre el valor nominal. Es la relación porcentual entre el coste de adquisición (*CA*) y el valor nominal (*VN*) en el momento de emisión.

$$CT = (CA/VN)100$$

de modo que:

$CA > VN \rightarrow CT > 100$ cotiza sobre la par

$CA = VN \rightarrow CT = 100$ cotiza a la par

$CA < VN \rightarrow CT < 100$ cotiza bajo la par

EJEMPLO 1

a) He pagado 1.200 € por un título cuyo valor nominal es de 1.000 €. ¿A cuánto cotiza?

$$C = (1.200/1.000) 100 = 120 \quad \text{Cotiza un 20\% sobre la par.}$$

b) Recibo una oferta de un paquete de acciones que cotizan 5% sobre la par con un nominal de 95 euros cada una. No quiero pagar más de 100 € por acción. ¿Acepto la oferta?

$$CA = 95 (1 + 0,05) = 99,75 \text{ €} \quad \text{Sí, acepta la oferta.}$$

— Rentabilidad efectiva y cotización

Existe una relación inversa entre la cotización o precio de un activo financiero y la rentabilidad efectiva (i_e) del mismo. Es decir, cuanto más se paga por un instrumento financiero menores son las posibilidades de obtener beneficio —rentabilidad—, volviéndolo a negociar en el mercado de capitales.

$$i_e = (RN/CA) = (RN/VN)/(CA/VN) = i_n/CT$$

$$i_e = i_n/CT$$

En suma, cuanto mayor sea la cotización de un instrumento en el mercado secundario de capitales, menos posibilidades de obtener rentabilidad para el ahorrador, pero menos costoso para el demandante de fondos y, por tanto, mayor estímulo para obtener recursos mediante nuevas emisiones.

- Los vendedores de ahorro (compradores de instrumentos financieros) prefieren cotizaciones bajas.
- Los compradores de ahorro (emisores de instrumentos financieros) prefieren cotizaciones elevadas.

EJEMPLO 2

Dada la siguiente alternativa de elección:

Instrumento A	Instrumento B
$VN = 100 \text{ €}$	$VN = 100 \text{ €}$
$RN = 12 \text{ €}$	$RN = 12 \text{ €}$
$CT = 20\%$ sobre la par (120)	$CT = 20\%$ bajo la par (80)

1. ¿Qué instrumento ofrece mayor rentabilidad efectiva?

$$i_n (A) = i_n (B) = (12/100) 100 = 12\%$$

$$\text{pero } i_e (A) = (12/120) 100 = 10\% \qquad i_e (B) = (12/80) 100 = 15\%$$

Luego el B ofrece mayor rentabilidad efectiva.

— Tipo de interés y tipo de descuento. ¿Qué es más rentable?

En algunas ocasiones, la rentabilidad de un instrumento, en lugar de materializarse en forma de pago de un interés a lo largo del período de vencimiento, se mide en términos de *descuento* previo, que no es más que un *pago anticipado de esos intereses* en el momento de adquirir los activos.

En este caso, el coste de adquisición del instrumento en términos de su valor nominal y tipo de descuento puede expresarse:

$$d = \text{tipo descuento} \qquad CA = VN (1 - d)$$

y recordando $CT = CA/VN$ $ct = 1 - d$
la rentabilidad o tipo de interés efectivo en términos de descuento y tanto por uno

$$i_e = d/(1 - d)$$

Dado un mismo tipo de interés, con descuento la operación siempre es más rentable para el ahorrador-inversor, puesto que el tipo de interés se aplica sobre una base menor. Por la misma razón, para el demandante de fondos que emite los pasivos el coste es mayor. Utilizar el tipo de descuento es una técnica frecuente en la emisión de títulos de las Administraciones Públicas para hacerlos más atractivos a los posibles compradores.

EJEMPLO 3

La Comunidad de Madrid desea emitir obligaciones por la técnica de subasta al descuento, por un importe de 1.000 € cada una y un tipo de interés nominal del 10% anual.

¿Qué tipo de interés efectivo deberá pagar por los recursos la Comunidad? ¿Le conviene más una emisión con tipo de interés o una con descuento del 10%?

Sin descuento	$CA = 1.000$	$i_e = 10,0\%$
Con descuento	$CA = 1.000 (1 - 0,1) = 900$	$i_e = 11,1\%$

Es más caro con descuento; por tanto, desde el punto de vista del coste, conviene más una emisión al tipo de interés. No obstante, si lo que pretende la Comunidad es colocar con mayor facilidad el papel en el mercado, debería contemplar la modalidad del descuento.

La inversión financiera y el tiempo

Las posibilidades que ofrecen los mercados financieros para rentabilizar el ahorro o captar recursos no sólo dependen de la naturaleza y tipo de interés de los instrumentos financieros que se utilicen en la operación. Los períodos de tiempo a los que se vinculen tales operaciones son determinantes para decidir el tipo de inversión o la deuda más conveniente.

- Si el rendimiento generado no se acumula a la cantidad inicial de la inversión, se habla de *capitalización simple*.

VA = valor actual del capital

VF = valor final

$VF = VA (1 + n_i)$

n = número de períodos de tiempo

i = tipo de interés, en tanto por uno

$VA = VF / (1 + n_i)$

- Si el rendimiento se acumula a la cantidad inicial de la inversión a medida que se van cumpliendo los plazos previstos, se habla de *capitalización compuesta*.

$VF = VA (1 + i)^n$

$VA = VF / (1 + i)^n$

EJEMPLO 4

Quiero comprarme una moto que vale 8.000 €. Mi sueldo no da para mucho y he decidido invertir los 5.000 € ahorrados hasta ahora en unas acciones que tienen un rendimiento medio anual de un 12 por 100.

¿Podré comprarme la moto dentro de cinco años?

$$VF = 5.000 (1 + 0,12)^5 = 8.812$$

Parece que sí podría comprarme la moto y todavía sobra.

Pero los precios suben y con la espera la moto costará más. ¿Cuánto tendré que pagar suponiendo una inflación anual del 2,5%?

$$VF = 8.000 (1 + 0,025)^5 = 9.051$$

Para la inflación prevista, con la operación anterior no tendré suficiente.

2.3.2. Mercados financieros

Por mercados financieros se entiende el conjunto de operaciones de compraventa de instrumentos financieros llevadas a cabo entre oferentes y demandantes de ahorro —agentes con capacidad y necesidad de financiación— directamente entre ellos o a través de algún intermediario financiero. Permiten:

- A los agentes con capacidad de financiación, la posibilidad de rentabilizar su ahorro mediante la adquisición de instrumentos de distinta naturaleza, rendi-

miento y plazo o, simplemente, recuperar liquidez vendiendo activos antes de su vencimiento.

- A los agentes con necesidad de financiación, la posibilidad de obtener recursos de los primeros en la cuantía, coste y condiciones de vencimiento que exigen los planes de inversión o de consumo previstos por esos agentes.
- A la autoridad monetaria le permite influir en la cantidad y coste de los recursos financieros disponibles en la economía mediante la intervención, directa o indirecta, en los mercados financieros.

En sentido estricto, existen tantos mercados como instrumentos financieros. Su clasificación depende del objetivo de análisis que se pretenda en cada momento. En principio, siguiendo los criterios utilizados por la contabilidad financiera, y simplificando, podemos diferenciar dos grandes grupos de acuerdo con la naturaleza de los instrumentos negociados: mercados monetarios y mercados de capitales.

ESQUEMA 2.8

Mercados financieros

- | | | |
|--|-------------------|---|
| 1. Mercados monetarios o de activos financieros líquidos (<i>AFL</i>). | | |
| — Mercado de dinero: | | depósitos transferibles |
| — Mercado de activos a corto plazo: | | letras del Tesoro, de empresa, etc. |
| 2. Mercados de capitales o de activos financieros rentables (<i>AFR</i>). | | |
| — Bolsa de valores | { renta fija: | obligaciones y bonos de las <i>AAPP</i> |
| | { renta variable: | obligaciones de empresas
acciones |
| — Mercado de deuda pública anotada | | |
| — Mercado de derivados: | | futuros y opciones financieras |
| 3. Mercados de financiación externa. | | |
| 4. Mercado de divisas. | | |

Mercados monetarios. Algo más que dinero

Los mercados monetarios o de activos financieros líquidos (*AFL*) son un conjunto de mercados interdependientes donde se negocia dinero e instrumentos financieros a muy corto plazo, caracterizados por su escaso riesgo y elevada capacidad para convertirse en dinero con rapidez.

— Mercado de dinero o de regulación monetaria

Se opera con los instrumentos más líquidos del sistema: el *efectivo* (*E*) y los *depósitos bancarios transferibles* (*D*) mediante cheque, transferencia o documento análogo. Este mercado tiene gran importancia para la política monetaria, puesto que a través de él la autoridad monetaria puede transmitir sus impulsos al resto de los mercados financieros y a la actividad económica real.

El mercado de regulación monetaria está vetado tanto a los particulares —hogares y empresas— como a las Administraciones Públicas. Se limita a operaciones entre el banco central e instituciones monetarias, pero el resultado de esas operaciones se transmite, posteriormente, al resto de los agentes económicos que necesitan financiarse con créditos o buscan rentabilizar su ahorro en depósitos bancarios.

DINERO. EFECTIVO Y DEPÓSITOS TRANSFERIBLES

Se consideran como tal:

- Efectivo: billetes y monedas.
- Depósitos transferibles mediante cheque, transferencia o documento análogo.

Ambos instrumentos son dinero en la medida que son aceptados con carácter general como medio de pago en las transacciones económicas, es decir, como instrumento de cancelación de deudas. En el caso de los billetes y las monedas, su aceptación como medio de pago viene impuesta por ley; en el caso de los depósitos a la vista, su amplia aceptación como medio de pago resulta de la facilidad de conversión en efectivo mediante la utilización de cheque o algún otro documento.

Dentro de la gama de activos financieros el dinero ocupa un lugar destacado, puesto que, además de ser utilizable como medio general de pago, su posesión constituye una forma de mantener riqueza como alternativa a otros activos reales o financieros. Sin embargo, el dinero tiene una rentabilidad nula en contraste con el resto de los activos financieros.

Desde la perspectiva de flujos financieros debe tenerse en cuenta que el dinero —efectivo y depósitos— es un pasivo de las instituciones financieras que lo emite y es generado a medida que adquieren activos del resto de los agentes económicos. En este sentido, debe recordarse que el banco central es el único que puede emitir billetes de curso legal pero no emite moneda metálica, sólo la pone en circulación una vez emitida por el Tesoro. Por tanto, mientras los billetes son un pasivo para el banco central, las monedas son un pasivo para el sector de Administraciones Públicas.

Con frecuencia se plantea la duda de si los cheques y las tarjetas de crédito, al ser utilizados como medio de pago, pueden o no considerarse dinero. Conviene recordar que:

- El cheque no es dinero. Es una orden de pago que moviliza un depósito a la vista respaldado por un ingreso previo o la concesión de un crédito bancario. Supone la movilización de dinero, pero no es un instrumento financiero en sí mismo.

- La tarjeta de crédito no es dinero. Su utilización permite el acceso a un crédito concedido por el vendedor bien directamente, cuando él mismo emite la tarjeta, como es el caso de los grandes almacenes, o indirectamente a través de una entidad bancaria, cuando es ésta la que la distribuye. Como ocurre con el cheque, la cancelación de ese crédito en el momento en que el vendedor hace efectivo el cobro supone la movilización de dinero, pero no es en sí mismo dinero.

— Mercados de activos a corto plazo

Se refiere a operaciones con instrumentos financieros que gozan de escaso riesgo y alto grado de liquidez gracias a la facilidad para convertirse en dinero. A este mercado acuden como oferentes de pasivos las Administraciones Públicas, las instituciones financieras y las empresas que necesitan liquidez para financiar sus desfases de tesorería o capital circulante. Como demandantes, las familias, instituciones financieras y empresas que desean rentabilizar sus recursos excedentes sin asumir riesgos elevados, o simplemente obtener plusvalías en operaciones de compraventa en la bolsa de valores.

INSTRUMENTOS DE LOS MERCADOS DE ACTIVOS A CORTO PLAZO

Se consideran como tal:

- Letras y pagarés del Tesoro.
- Pagarés de empresa.
- Títulos hipotecarios.

Este mercado está dominado por las emisiones de *letras y pagarés del Tesoro*, mediante las que se pretende cubrir los desfases de caja de las Administraciones Públicas derivados de los diferentes ritmos de ejecución de los ingresos y gastos presupuestarios. Las diferencias entre pagarés y letras son poco importantes, entre otras las relativas al tratamiento fiscal de sus rendimientos y la utilización como instrumento de regulación de liquidez por la autoridad monetaria.

Los *pagarés de empresa* son órdenes de pago a corto plazo emitidas por grandes empresas y entidades bancarias para obtener financiación a corto plazo o simplemente diversificar sus fuentes de financiación. Los pagarés de empresa pueden estar garantizados por un crédito bancario a medio o largo plazo obtenido por la empresa que los emite. Este mecanismo permite a la empresa conseguir financiación a medio y largo plazo (a través del crédito que respalda las emisiones) con tipos de interés a corto plazo (el que paga por los pagarés emitidos), y así diversifica y abarata el coste de los recursos financieros.

Los *títulos hipotecarios* pueden ser emitidos por las entidades bancarias que conceden créditos hipotecarios para la financiación de viviendas y construcción en general. Mediante la emisión de estos títulos se evita la inmovilización de recursos a largo plazo que supone siempre la concesión de créditos hipotecarios, es decir, se trata de una transformación de activos a muy largo plazo por activos a medio plazo. Ello permite a las entidades prestamistas financiar operaciones a largo plazo (préstamos hipotecarios) con recursos obtenidos a un coste menor (el que paga por los títulos hipotecarios).

Algunos de los instrumentos descritos, en particular los títulos públicos, son los preferidos por los Fondos del Mercado Monetario (FMM) para colocar el ahorro de sus clientes. Su principal ventaja es la elevada liquidez de los instrumentos que lo integran, lo que permite al inversor recuperar su participación en dinero en menos de veinticuatro horas. Plantean poco riesgo para el inversor frente a alteraciones del tipo de interés, pero a cambio tienen una baja rentabilidad.

Los mercados de capitales y la bolsa de valores

Los mercados de capitales o de activos financieros rentables (AFR) hacen referencia a operaciones con instrumentos financieros amortizables a medio y largo plazo. En general llevan asociado un mayor riesgo que los anteriores debido a las fluctuaciones de la rentabilidad esperada. Cuando se habla del mercado de capitales nos estamos refiriendo a un mercado más amplio que la bolsa.

Constituyen la vía fundamental de financiación de grandes empresas y Administraciones Públicas que emiten pasivos financieros de renta fija y variable —acciones— para financiar sus proyectos de inversión. Como principales agentes demandantes figuran los hogares, bien directamente o a través de los fondos de inversión mobiliaria, las entidades bancarias y el resto de los intermediarios financieros.

Las acciones tienen gran importancia en los mercados de capitales, hasta el punto que, cuando se comenta que la bolsa ha subido o ha bajado, por lo general se hace referencia sólo al mercado de estos instrumentos. Esto se debe a una razón muy lógica: la rentabilidad de las acciones está condicionada a los resultados de las empresas y, por tanto, son los activos de mayor riesgo del mercado de capitales. Ante expectativas favorables, los ahorradores desecharán la rentabilidad segura pero limitada de los activos de renta fija por la posibilidad de obtener mayores beneficios de las acciones. Por el contrario, en recesión los ahorradores preferirán la rentabilidad limitada pero segura de los activos de renta fija, sobre todo los emitidos por las Administraciones Públicas.

Para el seguimiento de la evolución del mercado secundario de capitales existen numerosos índices bursátiles con frecuencia referidos a la evolución de la cotización de acciones, tanto a nivel global como sectorial. Se obtienen como resultado de calcular la cotización media de un grupo seleccionado de acciones considerado representativo de la evolución del mercado en su conjunto.

n = número de títulos considerado.

ct_{i1} = cotización del título i , en el momento de referencia.

ct_{i0} = cotización del título i , en el momento base.

vc_i = peso relativo del volumen de contratación del título i .

$$\text{Índice bursátil} = \sum_1^n [(ct_{i1}/ct_{i0}) \times vc_i] 100$$

La composición y ponderación de los títulos seleccionados en este índice es variable en función del nivel de contratación y valor de capitalización, es decir, del número de acciones de la sociedad y de su cotización en el momento del cálculo del índice. El Ibex-35 para el mercado español, el índice Dow-Jones en el mercado norteamericano, el índice Dax para el mercado alemán o el Eurostoxx-50 para Europa, son algunos ejemplos de este tipo de indicadores.

INSTRUMENTOS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Se consideran como tal:

- Obligaciones de Administraciones Públicas.
- Obligaciones privadas.
- Acciones.

Las *obligaciones del Estado* son títulos de renta fija a medio y largo plazo emitidos al portador por las Administraciones Públicas con la finalidad de financiar sus déficit presupuestarios. Cuentan con elevada rentabilidad nominal y, en algunos casos, ofrecen ciertas ventajas fiscales.

Las *obligaciones de empresas* son títulos de renta fija emitidos por empresas no financieras a largo plazo —por lo general a más de 5 años—, aunque en ocasiones pueden ser perpetuas. A diferencia de las obligaciones públicas, las obligaciones de empresas pueden ser nominativas o al portador y, en ocasiones, convertibles en acciones.

Las *acciones* son los instrumentos de renta variable por excelencia. Representan una parte del capital de una sociedad y su rendimiento depende de la marcha de los beneficios de la misma. Pueden ser emitidas por empresas constituidas en forma de sociedades anónimas, pero sólo las de grandes empresas son objeto de negociación en la bolsa. Tanto las acciones como las obligaciones privadas pueden emitirse a un precio superior a la par o «con prima», es decir, a un coste superior al valor nominal del título.

Con frecuencia se habla del rendimiento de la *deuda pública anotada* como si se tratase de un instrumento financiero público diferente a los comentados. En realidad se trata de una forma de instrumentar títulos públicos, sustituyendo el título tradicional por un simple asiento contable, normalmente mediante soporte informático. Este tipo de operaciones se lleva a cabo a través de una central de anotaciones en una cuenta que gestiona el banco central.

Mercados de derivados

La gama de instrumentos financieros de cualquier economía no se agota con la relación de los que venimos comentando, porque muchos de esos instrumentos están diversificándose continuamente y, a la vez, están surgiendo otros nuevos. Y ese proceso es conveniente, puesto que cuanto más amplio y diversificado sea un sistema financiero mayores son las posibilidades para la colocación del ahorro, y por tanto el estímulo para la colocación de éste. En muchos casos estos derivados no significan la

aparición de un instrumento nuevo en sentido estricto, sino una *nueva forma de operar* con algún instrumento existente en el mercado.

Muchos de los nuevos instrumentos todavía no alcanzan la importancia suficiente como para que aparezcan en la contabilidad financiera oficial de forma diferenciada, siendo difícil hacer un inventario de ellos. Aun así, su crecimiento es importante y en determinadas actividades financieras su conocimiento resulta imprescindible.

INSTRUMENTOS DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS

Se consideran como tal:

- Cesiones temporales de activos o *repos*.
- Permutas financieras o *swaps*.
- Opciones financieras.
- Futuros financieros o *forward*.

Las *cesiones temporales de activos (repos)* son operaciones mediante las cuales un agente cede temporalmente un activo propio a otro agente que, naturalmente, recibe los rendimientos correspondientes. También se llaman operaciones con pacto de retrocesión. Este tipo de operaciones son muy utilizadas por la autoridad monetaria mediante la adquisición o cesión obligatoria de activos públicos a corto plazo con la finalidad de regular los recursos líquidos prestables del sistema.

Las *permutas financieras (swap)* son operaciones de intercambio de pasivos financieros (deudas) durante un período de tiempo determinado, con la finalidad de buscar una estructura del pasivo contable que se adapte mejor a la naturaleza y condiciones de plazo del activo. Existen dos modalidades principales en este tipo de operaciones. La primera es la permuta de *intereses*, donde se intercambia la obligación de pago de los intereses —nunca el principal— de un crédito u otro instrumento financiero; por ejemplo, son frecuentes los intercambios de deudas correspondientes a tipos de interés variable por las de tipo de interés fijo, y viceversa. La segunda modalidad es la *permuta de divisas*, en la que se intercambian deudas nominadas en distintas monedas y la operación se hace extensiva tanto a los intereses como al principal. Este instrumento se utiliza con frecuencia por las Administraciones Públicas para diversificar deuda externa en divisas.

Las *opciones financieras* son operaciones mediante las que un agente tiene el *derecho* —pero no la obligación— de ejecutar la opción de compra o venta de un determinado instrumento en la fecha y precio determinados en el momento del contrato. Por ese derecho el comprador paga una prima al vendedor, además del precio estipulado por el instrumento. Estas opciones financieras son negociables en bolsa, lo que las hace muy flexibles y eficaces a la hora de proteger a los optantes contra las fluctuaciones futuras de las cotizaciones de instrumentos financieros.

Las *operaciones de futuros* se plasman en contratos de compra y venta en una fecha futura y fija de un instrumento financiero, a un determinado precio. Su finalidad es reducir los riesgos inherentes a cualquier operación financiera en razón de la variación del tipo de interés, la cotización o el tipo de cambio en caso de una divisa. Ello permite afrontar con menos grado de incertidumbre cualquier proyecto de inversión y, por tanto, estimula la actividad económica aunque, con frecuencia, se utilizan con fines puramente especulativos.

Rasgos generales de los mercados financieros españoles

En la actualidad los mercados financieros españoles se encuentran a la altura de los países más desarrollados del mundo. A esta situación se ha llegado tras un intenso proceso de cambios en el marco general del sistema financiero en el que han jugado un papel importante la liberalización de movimientos de capitales, que culminó con la incorporación española a la Unión Monetaria, y la correspondiente cesión del control de la liquidez del sistema al Banco Central Europeo.

A lo largo de la última década se ha reducido de forma progresiva el *papel del sistema bancario* como intermediario financiero, a favor de una relación más directa entre oferentes y demandantes de ahorro en otros mercados financieros. Un proceso acompañado por la continua aparición de nuevos instrumentos y nuevas formas de negociación —en particular a través de internet— en los mercados financieros de todo el mundo.

La continua aparición de nuevos instrumentos ha facilitado la canalización del ahorro hacia actividades productivas y el acceso a los mercados secundarios de los pequeños y medianos ahorradores. En suma, ha mejorado la transmisión de los impulsos monetarios y financieros a la actividad real. Pero no todo son ventajas, la innovación financiera no significa necesariamente mayor estímulo para el ahorro en términos absolutos. Durante los últimos años el acceso al crédito relativamente barato y la existencia de instrumentos fácilmente negociables y transformables en dinero han facilitado el consumo y la inversión en viviendas a costa del ahorro financiero de las familias.

Desde la creación de la moneda única se ha ampliado notablemente el espacio financiero, superando las barreras nacionales. De hecho, ya no tiene sentido hablar de mercado español de dinero, ya que el tipo de interés de regulación monetaria es único para toda la zona euro y, en consecuencia, los tipos de interés interbancarios son prácticamente idénticos. Y esto es sólo una etapa de un camino que, sin duda, nos llevará a un espacio financiero único no sólo para los mercados monetarios sino también de capitales, como lo demuestran los recientes intentos de crear una gran bolsa única de contratación para los principales instrumentos europeos.

En los mercados de capitales, la renta fija española se concentra, sobre todo, en bonos y letras del Tesoro, mientras que las obligaciones de empresas son mucho más escasas. La alta rentabilidad efectiva y los estímulos fiscales han hecho de los instrumentos públicos una inversión muy atractiva para los fondos de inversión mobiliaria (*FIM*). También son los más atractivos para los inversores extranjeros en nuestro país. El aumento del déficit de las Administraciones Públicas a consecuencia de la crisis financiera internacional está aumentando el ritmo de emisión y negociación de los instrumentos públicos de renta fija en nuestro país.

La negociación de renta variable se canaliza a través de cuatro bolsas —Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia— que están interconectadas entre sí a través del *mercado continuo*, asistido por ordenador. Los treinta y cinco valores más contratados ponderan en la elaboración del índice Ibex-35, que sirve como referencia para medir la evolución del mercado. Desde hace unos años también funciona en la bolsa española el llamado *nuevo mercado* para valores tecnológicos o de nuevas empresas de alto

crecimiento, cuya valoración se basa más en expectativas de futuro que en resultados tangibles. Este mercado está representado por el índice Ibex-NM y está separado del índice general para evitar que la fuerte especulación a la que se ven sometidos estos títulos influya en la información sobre la marcha del resto de la bolsa.

La bolsa española puede considerarse un *mercado estrecho* en relación con las principales bolsas europeas. Las posibilidades de contratación se limitan a títulos de muy pocas empresas y concentradas en muy pocos sectores —bancos, eléctricas, construcción y telecomunicaciones—, lo que supone una escasa representatividad del tejido productivo español en este mercado y una elevada sensibilidad del índice nacional a la marcha y avatares de las empresas de estos sectores. Además, la mayor parte de la demanda de activos financieros la llevan a cabo los *inversores institucionales* más o menos vinculados a los bancos —fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros—, y en mucha menor cuantía los inversores individuales, que apenas suponen un 10 por 100 del total.

Como en otros países desarrollados, la crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto algunas fragilidades importantes del sistema financiero, en particular en lo referente a la creación de nuevos instrumentos de escaso control por parte de la autoridad monetaria o la capacidad del sistema bancario para hacer frente a turbulencias financieras con las debidas garantías de solvencia. Todavía es pronto para adelantar algunas de las consecuencias de la crisis, pero no cabe duda de que se van a producir cambios en la estructura, funciones y control tanto de las instituciones, en particular del sistema bancario, como de los instrumentos financieros.

En cualquier caso, el futuro del sistema financiero español pasa por los cambios que puedan darse en los mercados europeos. Hasta ahora la existencia del euro y la consiguiente desaparición del riesgo cambiario por un lado, y una política monetaria única y la correspondiente tendencia a la homogeneidad de tipos de interés por otro lado, están favoreciendo sin duda la integración financiera y la posibilidad de que los inversores europeos diversifiquen sus carteras, no tanto en función de la nacionalidad de los instrumentos como en función de la liquidez, rentabilidad y eficiencia del mercado. En este sentido, la creación, antes o después, de un mercado único de valores de renta variable cambiará la concepción y dimensión del negocio bursátil para competir con las bolsas de Nueva York o Tokio.

La integración de los mercados de deuda pública es menos probable a medio plazo. Al menos, mientras el temor a la pérdida de soberanía nacional impida a los gobiernos europeos converger en una política fiscal y presupuestaria común.

2.3.3. Transmisión de los impulsos financieros a la actividad real

La iniciativa corresponde a la autoridad monetaria

La autoridad monetaria tiene la responsabilidad de controlar el sistema financiero y procurar que el ahorro se transmita en la cantidad y al coste adecuado a las necesi-

dades de la actividad económica en cada momento. Pero los bancos centrales no pueden influir directamente en los mercados financieros; sólo pueden hacerlo sobre el mercado de regulación monetaria, debiendo esperar a que las reacciones de los intermediarios financieros —bancos— y de los agentes económicos sean las esperadas para que sus decisiones acaben por trasladarse al resto de los mercados financieros y, finalmente, a la actividad real.

$$\begin{array}{ccc} \text{Objetivo} & \longleftarrow AF = AFL + AFR & \longrightarrow \text{No controlable directamente} \\ & \downarrow & \\ & \text{Parcialmente controlable} & \end{array}$$

AFL = activos financieros líquidos

AFR = activos financieros rentables

Los bancos centrales se enfrentan a tres tipos de problemas en la tarea de regulación del sistema financiero:

- Elegir entre los instrumentos financieros del sistema los más adecuados para hacer eficaz el control de la liquidez. Se trata de definir un *agregado monetario* integrado por instrumentos cuyo grado de liquidez confiere a los agentes que los poseen capacidad para influir con rapidez sobre la demanda de bienes y servicios y, por tanto, sobre la actividad económica y los precios.
- Vigilar la actividad de las instituciones bancarias que pueden interferir en la labor de control de la autoridad monetaria en la medida que con la concesión de créditos generan nuevos depósitos transferibles plenamente líquidos. La concesión de créditos es la base del negocio bancario.
- Procurar que los impulsos monetarios se transmitan debidamente al crédito y los mercados de capitales en las condiciones de cantidad y precio que necesitan los agentes económicos para financiar el consumo y la inversión en un momento determinado.

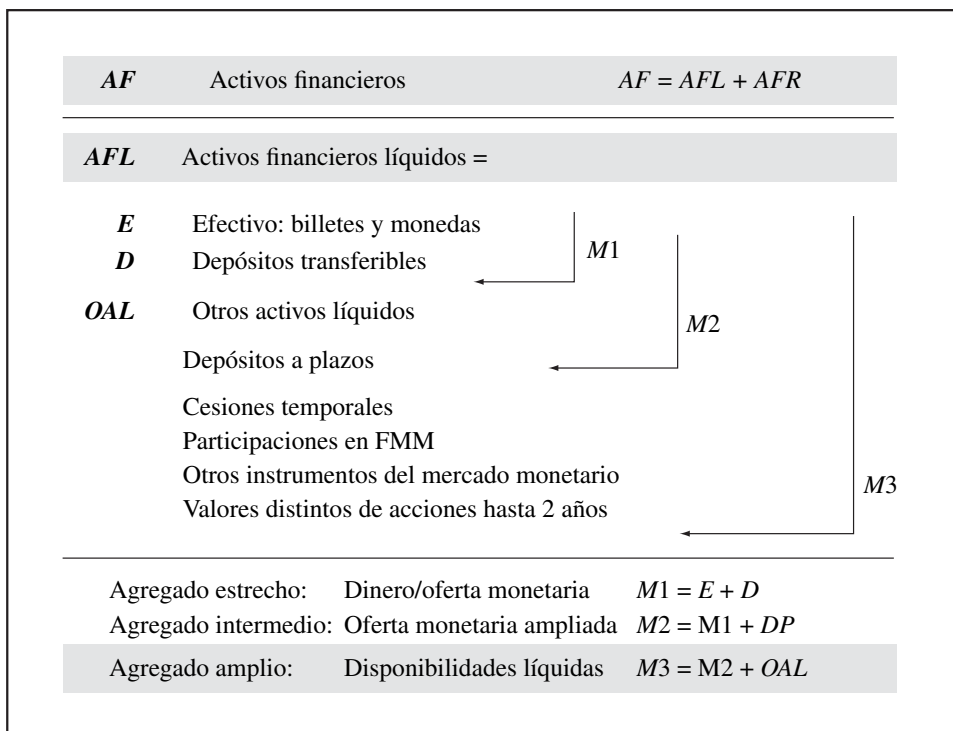
Definición de agregados monetarios. Para resolver la primera cuestión la autoridad monetaria selecciona una serie de pasivos financieros de acuerdo con su grado de liquidez y posibilidad de control de la siguiente forma:

- Un *agregado estrecho* ($M1$), que incluye el dinero efectivo —billetes y monedas— y los depósitos transferibles —a la vista y de ahorro—. Es la *oferta monetaria* tradicional. Se trata de una magnitud controlable a corto plazo por parte del banco central, pero bastante inestable frente los cambios de precios y tipos de interés.
- Un *agregado intermedio* ($M2$), que incluye además los depósitos a plazo y los depósitos disponibles con preaviso. Es un agregado monetario que suma al agregado estrecho los depósitos, que, en la práctica, son muy líquidos.

- Un *agregado amplio (M3)*, que incluye, además de los anteriores, ciertos activos del mercado monetario —participaciones en fondos, cesiones temporales y otros— que, debido a su alto grado de liquidez, se consideran *sustitutivos próximos de los depósitos*. A este agregado también se le conoce con el nombre de disponibilidades líquidas.

ESQUEMA 2.9

Instrumentos y agregados monetarios



La elección de los instrumentos que integran el agregado monetario no es definitiva, y es frecuente su revisión de acuerdo con las circunstancias de los mercados financieros. Por un lado, la incesante aparición de *nuevos instrumentos* en los mercados financieros, algunos de ellos muy líquidos, puede interferir la estrategia de control, tal y como quedó de manifiesto en la última crisis financiera internacional. Por otro lado, los cambios en la rentabilidad real de los instrumentos financieros incitan a los ahorradores a cambiar de activos en busca de aquellos que se ajusten mejor a la relación rentabilidad-liquidez de cada momento, con la consiguiente pérdida de eficacia de algunos agregados para hacer un seguimiento de la liquidez del sistema.

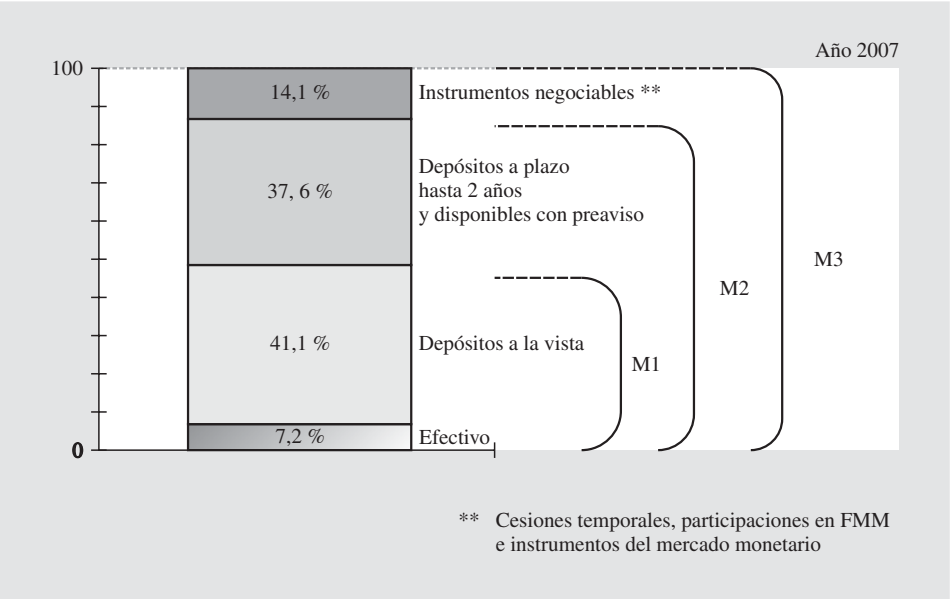


Figura 2.4. Estructura de las disponibilidades líquidas (*M3*) de la eurozona (FUENTE: BCE y BE. Elaboración propia).

El objetivo de la autoridad monetaria es controlar el volumen de disponibilidades líquidas (*M3*). Es una magnitud que puede controlar parcialmente el banco central en la medida que controla la actividad crediticia (*D*) de las entidades del sistema bancario. Pero la decisión de disponer de más o menos efectivo (*E*) y otros activos líquidos (*OAL*) depende de las preferencias de los agentes económicos y se consideran factores autónomos sobre los que no se puede intervenir.

Objetivo $\longrightarrow M3 = AFL = D + \overline{OAL} + \overline{E} \longleftarrow$ Componentes autónomos

↑

Componente a controlar

EJEMPLO 1

De acuerdo con la siguiente información de contabilidad financiera en millones de euros:

	Año 1	Año 2
Efectivo	940	300
Depósitos transferibles.....	3.000	3.100
Depósitos a plazos	4.800	4.900

Bonos del Estado	4.410	4.420
Cesiones temporales	130	170
Acciones.....	1.800	2.100
Participaciones en <i>FMM</i>	970	990
Obligaciones privadas.....	700	790
Total	16.750	16.770

1. Calcular la tasa de crecimiento de la oferta monetaria ($M1$) y del agregado monetario ($M3$).

$$M1 = E + D \quad (3.400/3.940) - 1 = -0,14 \quad -14\%$$

$$M3 = M1 + OAL \quad (9.460/9.840) - 1 = -0,04 \quad -4\%$$

2. El cambio en la estructura de los activos en manos del público resulta coherente con una subida generaliza de los tipos de interés. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

AFL/AFR Año 1 = 58,7/41,3% Año 2 = 56,4/43,6%

Falso. Con altos tipos de interés los ahorradores prefieren activos con menos riesgo y más liquidez.

— Control de la actividad crediticia de los bancos

Las entidades del sistema bancario desempeñan un doble papel dentro del sistema financiero. Además de ser el principal elemento de intermediación de los flujos financieros de la economía, tienen capacidad para aumentar la liquidez del sistema mediante la concesión de *créditos*, y la correspondiente puesta a disposición de los agentes económicos de *depósitos transferibles* derivados de esos créditos. Esa capacidad de generar nuevos depósitos derivados dependerá de los recursos prestables de que disponga el sistema bancario en un momento determinado y los límites legales impuestos por la autoridad monetaria.

— Depósitos primarios y derivados

Un depósito *primario* es el resultado de una operación pasiva para la entidad crediticia; es decir, una operación que se lleva a cabo por decisión última de los clientes, por ejemplo, un ingreso en cuenta corriente. La creación de depósitos primarios no significa cantidad adicional de dinero en el sistema, sino tan sólo un cambio de instrumento: el agente que lleva a cabo la operación cambia efectivo por depósitos transferibles, pero su capacidad de compra es la misma; la diferencia es que paga en efectivo o con una tarjeta o cheque con el que moviliza su depósito.

Banco x		
Ingresos en efectivo	Depósitos a la vista	→ depósito primario

$$\overline{M1} = \nabla E + \Delta D \rightarrow \text{la cantidad de dinero no se altera}$$

Un depósito *derivado* es resultado de una operación activa que se lleva a cabo por decisión última de la entidad bancaria, por ejemplo, la concesión de un crédito hipotecario. La creación de depósitos derivados supone generar *cantidades adicionales de dinero* y, por tanto, dotar de mayor capacidad de compra a los agentes económicos. Estos depósitos por créditos son objeto de control por parte del banco central.

Banco x		
Concesión de crédito	Depósitos a la vista	→ depósito derivado

$$\Delta M1 = \overline{E} + \Delta D \rightarrow \text{la cantidad de dinero aumenta}$$

— Fuentes de recursos y reservas bancarias

Para desempeñar su labor crediticia, las instituciones bancarias cuentan con tres fuentes principales de recursos. Los créditos que obtienen del banco central (créditos de regulación monetaria), los ingresos de los clientes en forma de depósitos (depósitos primarios) y los recursos obtenidos por la emisión de otros pasivos financieros líquidos.

Pero sólo una parte de estos recursos son de libre disposición y pueden utilizarse para conceder créditos. El resto debe mantenerlos sin prestar, como reservas bancarias (*R*) en forma de depósitos a la vista en el banco central. Esas reservas son en parte obligatorias y, en parte, voluntarias.

Las reservas *obligatorias* (*RO*) son aquella parte de los recursos líquidos de las entidades monetarias que no son de libre disposición. El banco central obliga a mantenerlas congeladas por razones de control monetario y como garantía por los depósitos primarios aceptados por las instituciones bancarias. El volumen de reservas obligatorias se determina mediante la aplicación de un *coeficiente legal de caja* (*c*) sobre la base de reservas que la autoridad monetaria considera computables en cada momento, en mayor parte los depósitos transferibles (*D*) que generan los bancos.

$$RO = C \times D \qquad 0 < c < 1$$

Las reservas *voluntarias* (*RV*) son aquella parte de los recursos líquidos que las entidades monetarias mantienen sin prestar voluntariamente, por razones de tesorería o para hacer frente a imprevistos de liquidez. Son una cuantía pequeña comparada

con las reservas obligatorias, porque dejar recursos sin prestar tiene un coste de oportunidad elevado que los bancos tratan de minimizar. El volumen de reservas voluntarias es una decisión autónoma de las entidades bancarias que puede variar de acuerdo con sus preferencias, apareciendo reflejadas en el coeficiente de reservas voluntarias (v):

$$RV = V \times D \qquad 0 < v < 1$$

Así, podemos considerar las reservas totales como la suma de dos componentes:

$$R = RO + RV = D (c + v) \qquad r = c + v$$

$$R = r \times D$$

La diferencia entre recursos líquidos y las reservas es lo que se llama *excedente* de liquidez (EX) prestable. Es la parte de los recursos líquidos que se utiliza libremente para conceder créditos y generar depósitos derivados. Esta partida no aparece como tal en el balance de las entidades bancarias porque, en condiciones normales, se presta en su totalidad y tiende a ser cero.

$$RL - R = EX \rightarrow 0$$

— ¿Hasta dónde pueden prestar los bancos?

Sin nuevas aportaciones de recursos líquidos, las entidades monetarias podrán conceder créditos y generar nuevos depósitos transferibles derivados (D) hasta que, como consecuencia de ese proceso, los excedentes de liquidez (EX) se conviertan en reservas (R).

$$D = R (1/c + v)$$

$$EX = R - D = EX [1/(c + v)]$$

Pero las entidades bancarias pueden conceder créditos en cuantía muy superior al excedente, porque parte de los recursos dispuestos por los clientes vuelve a los bancos en forma de ingresos (operaciones primarias) que realimentan el excedente prestable por los bancos y, por tanto, la creación de nuevos depósitos de créditos.

En suma, la capacidad crediticia de los bancos depende de la propensión de los agentes económicos a retener el dinero en efectivo en lugar de utilizar un depósito bancario y de la proporción que deban mantener en forma de reservas. A la inversa del coeficiente de reservas se le conoce como multiplicador del crédito.

$$1/(c + v) = \text{multiplicador del crédito}$$

— ¿Cómo puede controlarse la liquidez del sistema generada por los bancos?

La autoridad monetaria no puede actuar sobre los componentes autónomos de la ecuación de liquidez ($M3$), pero cuenta con dos instrumentos para controlar el crecimiento de los depósitos derivados de créditos: los *créditos de regulación monetaria* y el *coeficiente de caja*.

Mediante el control de los créditos que concede el banco central a las entidades del sistema crediticio se regula una parte importante de los recursos líquidos de los bancos y, por tanto, el volumen de recursos excedentes (EX) para la concesión de créditos.

Mediante el coeficiente de caja (c) se fija la proporción de recursos líquidos no prestables por imperativo legal. Pero eso sólo es una parte del coeficiente de reservas, debiendo tenerse en cuenta también la capacidad de los bancos para responder con aumento o disminución de reservas voluntarias (v) capaces de amortiguar la decisión del banco central.

$$AFL = M3 = D + OAL + EMP$$

Objetivo $\rightarrow AFL = M3 = EX (1/c + \bar{v}) + \overline{OAL} + \overline{EMP}$

$\uparrow$ $\uparrow$ $\uparrow$
 variables de control componentes autónomos

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información de contabilidad financiera en millones de euros:

Efectivo	500
Depósitos a plazos	5.000
Bonos del Estado	4.000
Cesiones temporales	200
Acciones	2.000
Participaciones en <i>FMM</i>	900
Obligaciones privadas	800
Reservas	300
Coeficiente de caja	7%
Coeficiente de reservas voluntarias	3%

Calcular:

- La cuantía de los depósitos transferibles del sistema (D).

$$D = RE (1/r) \quad r = c + v \quad D = 300 (1/0,1) = 3.000$$

- La cuantía de los activos líquidos del sistema en términos de $M3$.

$$M3 = D + E + OAL$$

$$OAL \left\{ \begin{array}{l} \text{Depósitos a plazos} \\ \text{Cesiones temporales} \\ \text{Participación en } FMM \end{array} \right.$$

$$M3 = 3.000 + 500 + 6.100 = 9.600$$

3. Tasa de crecimiento de la liquidez del sistema ($M3$), a partir del resultado anterior si:

a) Disminuye el coeficiente de caja hasta el 5%.

$$r = 5 + 3 = 8\%$$

$$D = 300 (1/0,08) = 3.750$$

$$\% \Delta M3 = (10.350/9.600) - 1 = 0,078 = 7,8\%$$

b) Aumenta la emisión de bonos del Estado en 500 millones de euros, a la vez que disminuyen las participaciones en *FMM* en la misma cuantía.

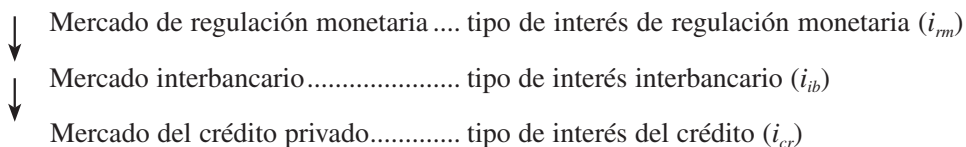
Los bonos no afectan a $M3$. Sólo cuentan las participaciones en *FMM*.

$$M3 = 3.000 + 500 + 5.600 = 9.100$$

$$\% \Delta M3 = (9.100/9.600) - 1 = -0,025 = -2,5\%$$

Transmisión de los impulsos financieros en los mercados monetarios

Las decisiones del banco central para alcanzar los objetivos de liquidez previstos se transmiten en cascada desde el mercado de regulación monetaria —exclusivo para operaciones entre el banco central y los bancos autorizados—, hacia el mercado interbancario y finalmente hacia el mercado de créditos al sector privado. En cada uno de esos niveles de negociación se establece el tipo de interés correspondiente en función de las fuerzas de mercado en cada momento.



— El dinero se subasta en el mercado de regulación monetaria

Los créditos de regulación monetaria del banco central a las entidades crediticias se materializan, por lo general, a través de dos tipos de operaciones principales: operaciones de mercado abierto y operaciones de crédito a corto plazo.

Las operaciones de *mercado abierto* son operaciones de compraventa de instrumentos financieros a corto plazo iniciadas a instancias del banco central. Cuando el banco central vende o cede instrumentos financieros, recorta los recursos prestables de los bancos y drena liquidez al sistema. Por el contrario, cuando adquiere títulos aumenta los recursos líquidos de los bancos e inyecta liquidez al sistema.

Las operaciones de *crédito a corto plazo* tienen por objeto controlar la liquidez y los tipos de interés a un día. Son operaciones que realizan las entidades crediticias con el banco central. Se materializan en operaciones de *repos* (compraventa con pacto de recompra), a un tipo de interés previamente anunciado por la autoridad monetaria.

Los instrumentos que se utilizan en estas operaciones son muy variados y se llevan a cabo normalmente mediante la técnica de *subasta*. En unos casos el banco central fija con antelación el tipo de interés y espera que los bancos e instituciones autorizadas presenten sus pujas, donde se especifica la cantidad de dinero que solicitan, y el banco satisface la demanda mediante la distribución proporcional de la cantidad total de dinero que ha decidido subastar.

Con frecuencia se utiliza la técnica de *subastas al tipo de interés*. En este caso las entidades bancarias comunican sus pujas al banco central, especificando la cuantía y el tipo de interés que están dispuestos a pagar por el dinero solicitado. El banco central satisface las demandas por orden decreciente a la de tipos de interés ofrecidos hasta agotar los fondos asignados para la subasta del día.

Una vez concluida la subasta, el banco central comunica la cantidad global subastada y el tipo de interés al que se ha satisfecho la última puja: *tipo de interés marginal o de regulación monetaria* (i_{rm}). Las pujas que han quedado por debajo del tipo de interés marginal no se satisfacen, y las entidades bancarias que hayan quedado en esa situación deberán acudir a otra fuente —por lo general el mercado interbancario— para satisfacer sus necesidades de liquidez. Las que quedan por encima se satisfacen todas al tipo de interés marginal si se trata de adjudicación a la holandesa, o a tipos diferentes según la oferta si se trata de adjudicación a la americana.

EJEMPLO 3

Supuestas la siguientes pujas en millones de euros a los tipos de interés siguientes:

Tipo de interés	Banco 1	Banco 2	Banco 3	Total	Acumulado
3,10	—	5	5	10	10
3,09	—	5	5	10	20
3,08	—	5	5	10	30
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	20	40	120
3,04	5	5	5	15	135
Total	25	45	65	135	—

Teniendo en cuenta que el banco central decide inyectar al sistema 110 millones de euros:

1. Determinar el tipo de interés marginal o de referencia de la subasta.

Según la información, a 110 millones de euros le corresponde un tipo de interés marginal de 3,05%.

2. Calcular la asignación definitiva de euros a cada uno de los bancos participantes.

a) El porcentaje de asignación para ese tramo de tipo de interés

$$(110 - 80)/40 = 0,75 \quad 75\%$$

b) Y la asignación a cada banco

	Para tramo marginal	Resto	Total
Banco 1	$0,75 \times 10 = 7,5$	$+ 10 =$	17,5
Banco 2	$0,75 \times 10 = 7,5$	$+ 30 =$	37,5
Banco 3	$0,75 \times 20 = 15,0$	$+ 40 =$	55,0
Total	30 + 80 = 110 millones de euros.		

— El dinero se encarece en el mercado interbancario

El mercado interbancario hace referencia a operaciones entre las propias entidades bancarias, aunque pueden participar también otros agentes financieros no bancarios y los *brokers*, que actúan como intermediarios. Es un mercado privado en el que el banco central sólo desempeña un papel instrumental, porque las operaciones de compraventa de dinero entre las entidades bancarias se plasman en anotaciones de cargo y abono en las cuentas de depósitos que los bancos tienen abiertas en el banco central.

Se trata de operaciones a corto plazo, desde un día hasta un máximo de un año. De acuerdo con las tensiones de oferta y demanda se determina el tipo de interés *interbancario* (i_{ib}), un precio que tiende a ser superior al tipo de interés marginal, ya que los bancos no estarán dispuestos a prestarse dinero a un precio inferior o igual al que pagaron en las subastas de préstamos de regulación monetaria. Aunque existen numerosos tipos de interés interbancarios en función de la naturaleza y el plazo al que está vinculada cada operación, es frecuente utilizar como indicador global de ese mercado el tipo de interés por operaciones de depósitos interbancarios a tres meses. En nuestro entorno el *euribor*.

$$i_{mg} < i_{ib}$$

— Y, finalmente, los recursos llegan al crédito privado

El mercado del crédito privado es el conjunto de operaciones de compraventa de ahorro entre las entidades bancarias y los agentes privados —hogares y empresas— para financiar sus necesidades de consumo o inversión. En sentido estricto, no todas las operaciones de crédito deben considerarse parte del mercado monetario, porque muchos de esos créditos están vinculados a plazos relativamente largos, como ocurre

con los créditos para el consumo de bienes duraderos o los hipotecarios, que superan con frecuencia varios años. En nuestro caso, su inclusión en este grupo responde a la conveniencia de destacar la estrecha relación que existe entre el mercado de dinero y el crédito bancario privado.

Los tipos de interés de las operaciones de crédito (i_{cr}) al sector privado son consecuencia de lo que ocurre en los mercados de regulación monetaria y en el interbancario, de modo que siempre serán superiores a los que pagan los bancos en los mercados de regulación monetaria o en el interbancario.

$$i_{mg} < i_{ib} < i_{cr}$$

Los tipos de interés del crédito son muy numerosos dependiendo del plazo, destino del crédito, cuantía e incluso entidad que lo concede. Con frecuencia se utiliza como indicador de crédito bancario el llamado tipo de interés *preferencial*, que resulta de calcular la media de los tipos de interés que un grupo seleccionado de entidades bancarias cobra a sus mejores clientes, por créditos a plazo inferior a un año y de un montante no inferior a los sesenta mil euros.

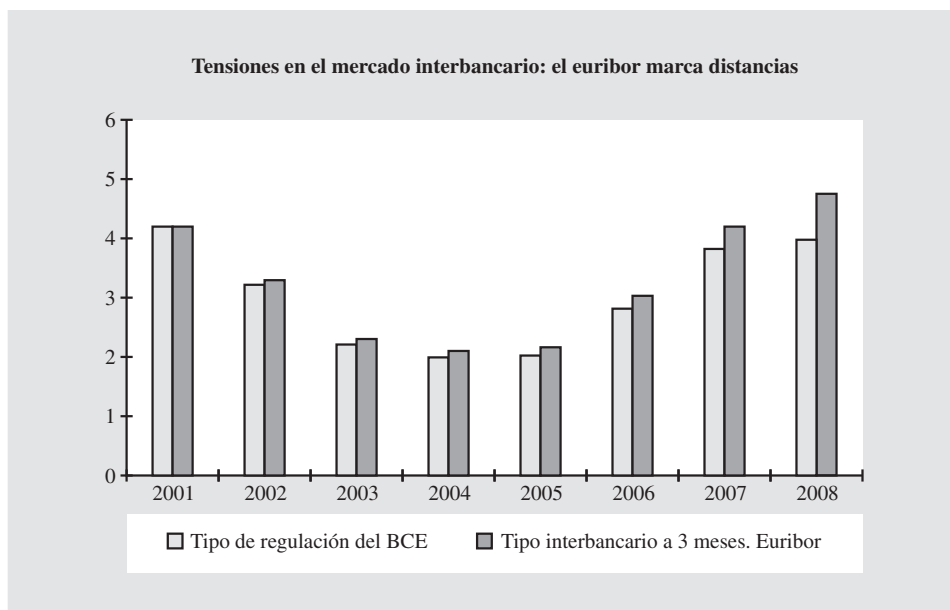


Figura 2.5. Tipos de interés de regulación monetaria e interbancario en la eurozona (FUENTE: Banco Central Europeo. Elaboración propia).

Transmisión de los impulsos monetarios a los mercados de capitales

— Efecto de ajuste de carteras

Tanto los ahorradores como los demandantes de fondos buscan el equilibrio de su cartera financiera. Los primeros, en su condición de prestamistas, tratan de diversificar sus activos en busca de la mayor rentabilidad y seguridad posible, mientras que los segundos, en su condición de prestatarios, tenderán a emitir pasivos con distintos plazos y condiciones para mantener una relación entre exigibilidad y coste de los recursos lo menos gravosa posible.

Ante una disminución de tipos de interés de los depósitos, empresas y familias tratarán de sacar partido a su ahorro financiero y evitarán los activos más líquidos, colocando su ahorro en otros activos rentables del mercado de capitales ahora mejor remunerados. Comienza un proceso generalizado de *reajuste de carteras* que se autoalimenta a medida que los agentes económicos se trasladan hacia mercados de mayor riesgo y rentabilidad. El proceso se repite hasta alcanzar los títulos públicos y, más tarde, los activos privados de mayor riesgo: las acciones.

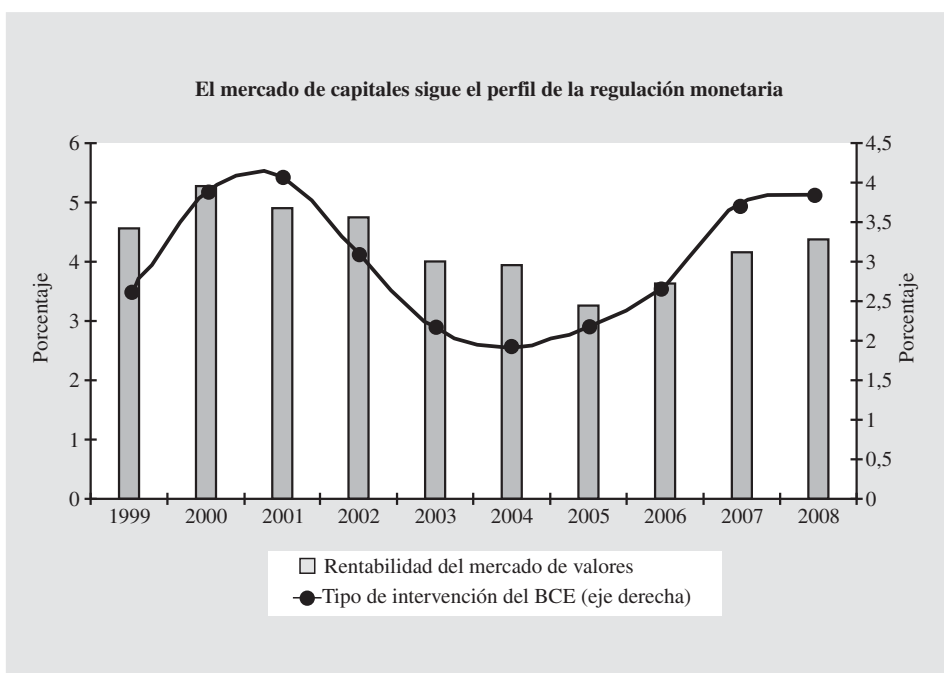


Figura 2.6. Transmisión de impulsos monetarios al mercado de capitales (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

Comienza el juego cotización-rentabilidad de los activos rentables. A medida que el ahorro presiona la demanda, aumenta la cotización (*ctz*) de los activos rentables en los mercados secundarios y se reduce la rentabilidad efectiva (i_e) de los mismos. Los ahorradores estarán dispuestos a tantear la remuneración que ofrecen las nuevas emisiones del mercado primario en busca de una mayor rentabilidad.

$$i_e = i_n/ctz$$

Mientras las condiciones económicas incentiven el juego cotización-rentabilidad en los mercados de capitales, el coste de los recursos financieros para *nuevas emisiones* en mercado primario se mantendrá bajo, y las empresas se verán estimuladas para asumir nuevos proyectos de inversión. Habrá culminado un proceso de reducción general de todos los tipos de interés del sistema financiero, que se traduce en una menor rentabilidad para el ahorro pero en un mayor estímulo para la inversión empresarial.

— El efecto del tipo de cambio

Una parte importante de la actividad real está vinculada a la competitividad de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios y, por tanto, a los posibles efectos de los tipos de interés sobre el tipo de cambio.

Si el proceso de reducción de tipos de interés de la economía es tan intenso como para incentivar la salida de ahorro hacia el exterior en busca de mayor rentabilidad en los mercados internacionales de capitales, la demanda de divisas generadas por esas salidas de capital presionará la depreciación de la moneda. Por un lado, la depreciación de la moneda tiende a encarecer el precio de las importaciones y, por otro, mejora la competitividad de las exportaciones en los mercados internacionales, con el consiguiente efecto expansivo sobre la actividad económica. Naturalmente, la importancia de estos efectos dependerá del comportamiento de los tipos de interés del exterior y del grado de apertura de la economía al comercio internacional.

— ¿Qué garantías existen de que los impulsos se transmitan de la forma indicada?

No existe garantía de que los impulsos monetarios se transmitan con la intensidad deseada por los responsables de la política monetaria. La evidencia de la última crisis financiera internacional es clara en este sentido: las sucesivas rebajas del tipo de interés de intervención de los bancos centrales europeos y comunitarios no tuvieron respuesta en el mismo sentido en los mercados interbancarios, e incluso se registraron aumentos significativos de los tipos de interés interbancarios. Los problemas de confianza y de solvencia bancaria determinaron actitudes de los agentes económicos, incluidos los propios bancos, contrarias a las esperadas si sólo hubiera prevalecido el coste del dinero como criterio de decisión.

Hay que abandonar la idea simplista que presenta la política monetaria como un juego técnico de efectos en cadena a través de los mercados financieros, iniciado y controlado en sus consecuencias por la autoridad monetaria. Las numerosas relaciones de causalidad entre las variables que actúan en el sistema financiero, el alto componente especulativo de muchas de sus operaciones, y la rapidez de reacción de los agentes económicos, impiden determinar, de forma clara y cierta, los efectos finales de las medidas monetarias sobre los precios y demás variables de equilibrio. Nos movemos en el terreno de lo probable, y cualquier perturbación interna o externa puede llevar al traste los objetivos previstos, tal y como pudimos comprobar en la reciente crisis financiera internacional.

CUESTIONES DE REPASO

1. Indicar las diferencias entre recursos de capital y patrimonio financiero, ahorro bruto y ahorro financiero.
2. Una letra de cambio, aceptada por el comprador de un automóvil y descontada en un banco, es un activo para la empresa vendedora del automóvil. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
3. Respecto a los flujos financieros:
 - a) Si un agente registra un aumento de activos y una disminución de pasivos financieros en igual cuantía, su ahorro financiero no varía. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Un agente reduce su capacidad de financiación cuando aumenta sus pasivos financieros o cuando vende activos como forma alternativa para conseguir recursos financieros. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) ¿Está mal endeudarse con el exterior? ¿Por qué?
4. En cuanto a las instituciones financieras:
 - a) Indicar la diferencia entre instituciones financieras monetarias, no monetarias y auxiliares financieros. Poner ejemplos.
 - b) La emisión de monedas de euro le corresponde al Banco Central. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
5. Respecto a la rentabilidad y coste de los instrumentos financieros:
 - a) La rentabilidad nominal es el rendimiento de un instrumento financiero medido en tanto por 100 sobre su coste de adquisición. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) El atractivo de un instrumento financiero depende de su rentabilidad nominal, que será tanto mayor cuanto menor sea su cotización en el mercado. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Para el demandante de ahorro que emite instrumentos financieros, el coste de los recursos que obtenga será tanto menor cuanto mayor sea la cotización en los mercados secundarios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
6. Para un agente que emite pasivos financieros resulta más caro emitir al descuento que al tipo de interés. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
7. Indicar las diferencias entre riesgo de crédito y riesgo de mercado.
8. Flujos financieros de la economía española:
 - a) Factores de carácter general que influyen en el comportamiento financiero de la economía española.
 - b) Por lo general, en épocas de auge el sector empresas registra niveles de ahorro bruto positivos y, a la vez, niveles de ahorro financieros negativos. ¿Por qué?
 - c) La capacidad de financiación de los hogares españoles es inferior a la media de la Unión Europea. Al margen de las diferencias en el nivel de renta, existen causas de esas diferencias en factores relacionados con el mercado de trabajo. ¿Cuáles son estos factores?
 - d) Durante la última etapa de auge, la estabilidad de los tipos de interés favoreció la reducción del ahorro financiero de las familias. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - e) Causas de la reducción de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas en el período anterior a la crisis.
9. Funciones generales de los mercados financieros.
10. Las operaciones de mercados secundarios son especulativas y no influyen en la rentabilidad y los costes de los recursos financieros que se negocian en el mercado primario o de emisiones. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
11. El mercado monetario es un concepto más amplio que el concepto de mercado de dinero. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

12. Respecto a la naturaleza de los instrumentos financieros:
- a) Las acciones no son los únicos instrumentos del mercado de capitales; sin embargo, cuando se dice que la bolsa ha subido o ha bajado, se hace referencia sólo al mercado de estos instrumentos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) ¿Qué son las cesiones temporales de activos?
13. La desintermediación financiera es un proceso por el cual los particulares acuden más a los bancos para llevar a cabo sus operaciones en el mercado de capitales. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
14. La innovación financiera no siempre se traduce en un estímulo al ahorro. También puede favorecer el consumo. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
15. Se dice que la bolsa española puede considerarse un mercado estrecho y cerrado en contraste con otras bolsas europeas. ¿Por qué?
16. En cuanto a las magnitudes de control monetario:
- a) Los componentes de los agregados monetario no son definitivos. ¿Por qué?
 - b) Diferencias entre el agregado intermedio M2 y el agregado amplio M3. ¿A cuál de los dos se le denomina disponibilidades líquidas? ¿Por qué?
17. Desde la perspectiva del sistema crediticio:
- a) Las reservas voluntarias son aquella parte de los recursos líquidos que los bancos utilizan para conceder créditos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) ¿Es lo mismo el coeficiente de reservas que el coeficiente de caja? ¿Por qué?
18. El multiplicador de los depósitos derivados por operaciones de crédito:
- a) ¿Qué es? ¿Por qué se multiplica el crédito?
 - b) Seguirá hasta que el excedente de liquidez de los bancos se convierta en reservas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Si aumenta la preferencia por efectivo del público, aumentará la cuantía de activos financieros líquidos del sistema. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) La cuantía de depósitos derivados será tanto mayor cuanto menor sea la base de reservas de los bancos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
19. El tipo de interés preferencial es el que resulta de operaciones de crédito entre entidades bancarias. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
20. Respecto a la transmisión de los impulsos financieros en los mercados de capitales:
- a) A partir del juego rentabilidad-cotización, explicar el reajuste de carteras que se produce ante una medida monetaria de carácter restrictivo.
 - b) ¿Qué es el efecto tipo de cambio?
 - c) No existe garantía de que los impulsos monetarios se transmitan con la intensidad deseada por los responsables de la autoridad monetaria. ¿Por qué?
-

EJERCICIOS DE RECAPITULACIÓN

Ejercicio 2.1

De acuerdo con la siguiente información de carácter macroeconómico, en millones de euros corrientes:

Frente al exterior:	
Variación neta de activos financieros	20.078
Variación neta de pasivos financieros	21.935
Consumo final	47.076
Formación bruta de capital	13.452
Rentas netas del resto del mundo	-776
Transferencias del resto del mundo	595

Calcular:

1. El saldo neto exterior de bienes y servicios (SNE).
2. Valor del PIB pm en euros corrientes.
3. Valor de ahorro nacional bruto (AHB) y la capacidad o necesidad de financiación de la economía frente al exterior.
4. Si, a partir de los resultados obtenidos, se registra un aumento de las transferencias de capital en concepto de ayudas a la inversión desde la Unión Europea al país de referencia:
 - a) Aumentará el valor del PIB pm en igual cuantía. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Aumenta el ahorro financiero (AHF) y la capacidad de financiación de la economía frente al exterior. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) ¿En qué sentido se alteran los activos y pasivos frente al exterior? ¿Por qué?

Solución:

1. $SNE = -1.676$ millones de euros.
2. $PIB = 58.852$ millones de euros.
3. $AHB = 11.595$ millones de euros.
4.
 - a) Falso. No se altera el PIB porque las transferencias no remuneran factores. Aumenta la RNBD.
 - b) Cierto. Aumenta el AHF, luego disminuye la *necesidad* de financiación frente al exterior.
 - c) Disminuyen los pasivos financieros (deudas) y/o aumentan los activos (créditos).

**Ejercicio
2.2**

De acuerdo con la siguiente información de carácter macroeconómico, en millones euros corrientes:

	Año 1	Año 1
Producto interior bruto pm.	58.852	60.947
Renta nacional bruta disponible pm.	58.303	60.439
Demanda interna	60.528	61.396
Consumo final	47.076	48.706
Deflactor implícito PIB	147,6	153,3

Determinar:

1. Respecto a la actividad real:
 - a) Tasa crecimiento real del PIB pm durante el año 2.
 - b) Tasa de crecimiento nominal de la FBC durante el año 2.
 - a) La renta nacional bruta disponible es inferior a la demanda interna en los años citados. ¿Es eso posible? ¿Por qué?
2. Respecto a la actividad financiera:
 - a) ¿Aumenta o disminuye la financiación con ahorro nacional en el período de referencia? ¿En qué porcentaje?
 - b) ¿Aumenta o disminuye la financiación del o al exterior? ¿En qué cuantía?
 - c) Comentar la coherencia o no de esos flujos financieros con la evolución de la FBC y la actividad económica general del país de referencia.

Solución:

1. a) $\Delta PIB = -0,3\%$; b) $\Delta FBC = -5,7\%$; c) $BCC < 0 \rightarrow$ déficit
2. a) $\Delta AHNB = 4,5\%$; b) Disminuye $AHF_1 = -2.225$, $AHF_2 = -957$
- c) Se necesita menos financiación del exterior porque el país muestra una situación de recesión económica. El ahorro nacional es suficiente para asumir el crecimiento de la FBC.

**Ejercicio
2.3**

De acuerdo con la siguiente evolución de flujos financieros:

Sectores	Año 1		Año 2	
	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos
HOGARES E ISFLSH				
Ahorro bruto	3.323,8	—	4.203,1	—
Transferencias de capital	161,1	124,1	357,9	117,6
Formación bruta de capital	—	2.665,2	—	2.880,7
EMPRESAS NO FINANCIERAS				
Ahorro bruto	5.354,7	—	5.877,4	—
Transferencias de capital	708,8	30,4	820,6	204,1
Formación bruta de capital	—	7.431,7	—	7.667,2
INSTITUCIONES FINANCIERAS				
Ahorro bruto	1.403,4	—	1.235,7	—
Transferencias de capital	91,6	182,6	81,4	188,3
Formación bruta de capital	—	397,8	—	459,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS				
Ahorro bruto	1.044,6	—	568,0	—
Transferencias de capital	345,3	826,7	869,3	1.308,7
Formación bruta de capital	—	2.400,0	—	2.802,9

Determinar:

1. El aumento o disminución de la capacidad o necesidad de financiación de los agentes citados. Comentar esos cambios en función de los sectores que los han determinado.
2. El aumento o disminución de la capacidad o necesidad de financiación de la economía respecto al exterior. ¿Ha existido superávit o déficit por cuenta corriente en el período de referencia? Razonar el resultado en función del comportamiento financiero de los agentes económicos.

Solución:

1. Familias más capacidad: $695,6 \rightarrow 1.562,7$.
Empresas no financieras menos necesidad: $-1.398,6 \rightarrow -1.173,3$.
Instituciones financieras más capacidad: $554,6 \rightarrow 940,5$.
Administraciones Públicas más necesidad: $-1.985,2 \rightarrow -2.674,3$.
2. $(695,6 - 1.398,6 + 554,6 - 1.985,2) \rightarrow (1.562,7 - 1.173,3 + 940,5 - 2.674,3)$
 $(-2.133,6) \rightarrow (-1.344,4) \rightarrow$ Disminuye la necesidad de financiación exterior.

Como el ahorro financiero agregado es negativo, hay necesidad de financiación, y por tanto es previsible que la economía presente un déficit por cuenta corriente.

**Ejercicio
2.4**

Teniendo en cuenta la siguiente estructura de flujos financieros de la economía nacional, en millones de euros:

Instrumentos financieros	Variación neta de	
	AF	PF
Divisas y otras reservas	54,6	-11,2
Efectivo y transferible	-259,0	-892,4
Otros depósitos	8.263,5	9.090,9
Títulos monetarios	2.589,5	2.519,9
Títulos de renta fija	201,8	386,5
Títulos de renta variable	216,7	1.223,5
Créditos	4.997,3	5.916,3
Otros	2.819,0	2.417,8
Y conociendo el valor de las siguientes macromagnitudes:		
a) Consumo final	38.838,2 millones de euros	
b) Formación bruta de capital	12.894,7	
c) Renta neta del resto mundo	-433,3	
d) Saldo de transferencias corrientes	310,7	

Se pide:

1. Calcular el valor del PIB pm.
2. Determinar si existen o no presiones inflacionistas.
3. La capacidad o necesidad de financiación de la economía en términos de ahorro financiero.

Solución:

1. $PIB_{pm} = 50.087,6$ millones de euros.
2. Presiones inflacionistas: $(SNE/PIB) 100 = -3,2\%$.
3. $AHF = -1.767,9$ millones de euros $\rightarrow$ necesidad de financiación.

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

Sitios de información directa:

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (www.ine.es).

Contabilidad Nacional de España (CNE).

BANCO DE ESPAÑA (www.bde.es).

Cuentas Financieras de la Economía Española.

STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. (EUROSTAT)

(epp.eurostat.ec.europa.eu).

Monetary and Financial Indicators.

Manual de consulta:

VV. AA. (2007). *Manual del Sistema Financiero Español*. Ariel.

Análisis del sistema financiero español y europeo:

Boletín Económico. Banco Central Europeo/mensual (www.ecb.int).

Boletín Económico. Banco de España./mensual (www.bde.es).

Cuadernos de Información Económica. Funcas/bimensual (www.funcas.ceca.es).

Papeles de Economía Española. Funcas/trimestral.

OBJETIVOS DEL CAPÍTULO

Este capítulo completa el conocimiento de los agregados y relaciones económicas básicas desarrollados en los capítulos precedentes. En él se aborda el estudio de las relaciones de una economía con el exterior, tanto en la vertiente de la actividad real como en la financiera, y, a partir de ahí, se estudia la vinculación con los mercados de divisas, el tipo de cambio y su importancia en la evolución de la competitividad exterior de la economía. Una vez conocidas esas herramientas se introduce al alumno en el análisis del sector exterior de la economía española en el contexto de la economía europea y del resto del mundo.

Esquema de contenidos

3.1. Medición de los flujos con el exterior:

¿Qué medimos?

¿De dónde sacamos la información?

Estructura de la balanza de pagos.

Los flujos con el exterior en la contabilidad nacional.

3.2. Interpretación del desequilibrio externo:

Desequilibrio externo y balanza de pagos.

Rasgos del desequilibrio exterior de la economía española.

3.3. Mercados de divisas:

Organización de los mercados de divisas.

Factores determinantes del tipo de cambio.

El tipo de cambio del euro y la economía española.

3.4. Comercio exterior y competitividad:

Concepto e indicadores de competitividad.

Comercio exterior y competitividad de la economía española.

3.1. MEDICIÓN DE LOS FLUJOS CON EL EXTERIOR

3.1.1. ¿Qué medimos?

Medimos el valor de las transacciones económicas de distinta naturaleza que se llevan a cabo entre los agentes residentes y no residentes de la economía, teniendo en cuenta:

- La naturaleza de los agentes. Recordemos que se consideran *residentes* los agentes nacionales y extranjeros que desempeñan habitualmente su actividad en el país de referencia, incluidos los diplomáticos, militares y técnicos nacionales con contrato a tiempo definido en el exterior. Tienen carácter de *no residentes* los extranjeros y los nacionales que desempeñan habitualmente su actividad en el exterior. Los emigrantes permanentes se consideran residentes en el país de acogida. Los trabajadores de temporada o transfronterizos se consideran residentes en su país de origen.
- La naturaleza de las transacciones. Se mide el valor de las transacciones con el exterior vinculadas a operaciones corrientes, de capital y financieras, es decir, recogen tanto la actividad real como la financiera. Inicialmente, la valoración se hace en moneda nacional —euros en nuestro caso— aplicando el tipo de cambio del momento de la transacción. Posteriormente, los resultados pueden valorarse en dólares o cualquier otra divisa para facilitar las comparaciones internacionales.
- Valoración compleja. Como ocurre con otros aspectos de la contabilidad nacional, en parte la información es el resultado de *estimaciones*, sometidas a un proceso de ajuste que se prolonga varios meses desde su primera publicación. Esto, unido a las posibles alteraciones del tipo de cambio, puede dar lugar a diferencias de valoración cuando se hacen comparaciones internacionales en divisas distintas a la del país que elabora la balanza.

3.1.2. ¿De dónde sacamos la información?

Para tener una perspectiva completa de las transacciones con el exterior y sus implicaciones para el conjunto de la economía, existen dos fuentes directas de información en nuestro país.

- *Contabilidad nacional de España* (CNE). La información recogida en el bloque de cuentas de operaciones corrientes y financieras con el resto del mundo completa la de sectores residentes, y permite cerrar la secuencia de cuentas nacionales y obtener las magnitudes reales y financieras de la economía en su conjunto. Como toda la contabilidad nacional, se elabora siguiendo directrices del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales (SEC-95).

- *Balanza de pagos* (BP). Es un documento contable que recoge los flujos corrientes, de capital y financieros con el resto del mundo durante un período de tiempo. Su elaboración es previa a la contabilidad nacional y ofrece información mensual, aunque su calidad mejora a medida que se agrega a nivel trimestral y anual. En nuestro país la elabora el Banco de España, siguiendo los criterios metodológicos del Fondo Monetario Internacional.

La información básica de la balanza de pagos procede de la *declaración obligatoria* de los residentes que efectúan transacciones de determinado volumen con no residentes, y de las *entidades bancarias* que, como intermediarios, canalizan las operaciones en divisas necesarias para llevar a cabo esas transacciones con el exterior. Se completa con estimaciones basadas en los registros de aduanas, estadísticas de transportes, encuestas sobre inversiones, recaudaciones de impuestos, etc.

3.1.3. Estructura de la balanza de pagos

Según los criterios del Fondo Monetario Internacional, cada país puede introducir los cambios y clasificaciones que considere necesarios para registrar las transacciones con el exterior. Atendiendo a la naturaleza de las transacciones, en nuestro país el Banco de España contabiliza esas transacciones de acuerdo con la siguiente estructura:

Balanza por cuenta corriente (BCC)

Recoge transacciones directamente relacionadas con la actividad real de la economía. En concreto se registran en esta balanza las operaciones en concepto de:

- Bienes y servicios.
- Rentas de propiedad de factores productivos.
- Transferencias corrientes sin contrapartida.

1. *Balanza comercial o de bienes (BC)*

En ella se registra el valor de importaciones y exportaciones de mercancías, incluidos los suministros —combustibles o de otro tipo— a medios de transporte. También se llama balanza de *transacciones visibles*.

Tanto las exportaciones como las importaciones son valoradas en términos *fob* (*free on board*). En la terminología del comercio internacional esto significa que en el valor de las mercancías exportadas no se incluye el coste de seguros y fletes de la operación comercial. Los ingresos y pagos por esos conceptos se incluyen en la balanza de servicios.

$$\text{Importaciones } fob = \text{Importaciones } cif - \text{Seguros y fletes}$$

Esta observación es oportuna porque en los registros de aduanas, que sirven de fuente para la elaboración de la balanza comercial, las importaciones se valoran en términos *cif* (*cost, insurance and freight*), es decir, incluyen el valor del bien importado más el coste de los seguros y fletes de esa operación. A fin de utilizar criterios de valoración homogéneos para exportaciones e importaciones, los seguros y fletes deben excluirse de las importaciones y contabilizarse en la correspondiente partida de la balanza de servicios; de lo contrario, las importaciones aparecerían sobrevaloradas en la balanza comercial.

ESQUEMA 3.1
Estructura de la balanza de pagos

Balanza de pagos (BP)	Balanza por cuenta corriente (BCC)	Comercial o de bienes	BC
		Servicios	BS
		Rentas primarias (RPRM)	RNRM
		Transferencias corrientes	TRCRM
	Balanza de capital (BK)		
	Balanza financiera (BF)	Inversión directa	ID
		Inversión en cartera	IC
		Otro capital	OI
		Movimiento de reservas	MRE

2. *Balanza de servicios (BS)*

También se llama balanza de *transacciones invisibles*. Recoge el valor de exportaciones e importaciones relativas a la prestación de servicios, entre los que cabe destacar los siguientes:

- Turismo y viajes. Gastos en concepto de turismo, negocios o estudios.
- Fletes, pasajes y otros transportes. Gastos por servicios de transporte de mercancías, ya sea tanto aéreo, terrestre o marítimo.
- Seguros. Primas e indemnizaciones de seguros, fondos de pensiones, etc. Se excluyen los seguros de crédito a la exportación, que son un servicio financiero.
- Servicios financieros. Ingresos y pagos por intermediación financiera, como las comisiones y gastos de emisión, colocación y amortización de activos financieros. No se incluyen los rendimientos del capital —dividendos, intereses, etc.—, que se registran en la balanza de rentas.
- Servicios informáticos. Cobros y pagos por servicios de asesoría, configuración y mantenimiento de equipos informáticos. No se incluyen los paquetes de *software*, que deben contabilizarse en la balanza comercial.

- Servicios a empresas. Comisiones por intermediación en operaciones de comercio exterior, *leasing* de bienes de equipo, servicios de publicidad, estudios de mercado, asesorías, etc.
- Otros servicios. En esta rúbrica se incluyen los servicios no incluidos en las anteriores categorías, como los servicios audiovisuales, los derivados del uso de tecnología, etc.

3. *Balanza de rentas primarias (RPRM)*

Se incluyen en esta balanza los ingresos y pagos en concepto de rentas por la propiedad de factores de producción. Como se recordará, en el cálculo de las macromagnitudes reales, al saldo de esta balanza le llamamos renta neta del resto del mundo.

- Rentas del capital. Como tal se consideran los beneficios, dividendos, alquileres de inmuebles y los intereses de créditos comerciales o financieros.
- Rentas de trabajo. Remuneración en concepto de salarios y otras rentas del trabajo, incluidas las remesas de emigrantes de temporada y los trabajadores transfronterizos.

4. *Balanza de transferencias corrientes (TRCRM)*

Recoge el valor de las transacciones de bienes y servicios que se llevan a cabo a título gratuito o sin contrapartida, tales como ayudas gubernamentales, contribuciones al presupuesto de la Unión Europea, pensiones, impuestos, remesas de emigrantes permanentes, herencias, etc.

Balanza de capital (BK)

Se registran en esta balanza dos tipos de transacciones: transferencias de capital y la operaciones relacionadas con la compra-venta de terrenos e intangibles.

- Transferencias de capital (TRKRM). La distinción entre transferencias de capital y corrientes no es sencilla. Según el FMI, las transferencias de capital están vinculadas al *traspaso de la propiedad* de un activo y a donaciones *destinadas a financiar inversiones*. Entre otros, se incluyen aquí los movimientos de fondos por liquidación de patrimonio de no residentes a residentes. También las transferencias de capital de la Unión Europea, tales como los fondos para el desarrollo regional, los llamados fondos de cohesión, etc., que, en el caso español, se destinan a mejoras estructurales en proyectos industriales y de medio ambiente.
- Adquisición-venta de terrenos e intangibles (ATIRM). En esta rúbrica se recogen las transacciones relacionadas con *activos no producidos* tangibles (tierras,

recursos del subsuelo, etc.) e intangibles (patentes, marcas, derechos de autor, etc.) que pueden utilizarse para la producción de bienes y servicios.

Balanza financiera (BF)

Registra los flujos resultantes de la adquisición, venta y amortización de instrumentos financieros entre agentes residentes y no residentes. No se incluyen los rendimientos de esas operaciones (dividendos, intereses, etc.), que se registran en la balanza de rentas, ni las comisiones u otros gastos de intermediación, que se consideran un servicio financiero.

Todas las transacciones se contabilizan en términos de variaciones de activos y pasivos financieros de acuerdo con la siguiente interpretación:

- En columna de pagos VAF ($\pm$)
Salida/entrada de fondos por la compra o venta y amortización por residentes, de instrumentos *emitidos por no residentes*. Ejemplo: la compra de acciones de una empresa norteamericana por un residente español se registra como un aumento de activos en la balanza de pagos española.
- En columna de ingresos VPF ($\pm$)
Entrada/salida de fondos por la compra o venta y amortización por no residentes, de instrumentos *emitidos por residentes*. Ejemplo: la compra de títulos de deuda pública española por un norteamericano se registra como un aumento de pasivos.

Se contemplan distintas formas de clasificación de los flujos financieros: según los sectores institucionales que realizan la operación, según el origen y destino de los flujos, y según la naturaleza de los flujos financieros. En este último caso se diferencia entre:

1. Inversiones directas (ID)

Aquellas que pretenden una rentabilidad permanente y estable. Se incluyen aquí las inversiones en *acciones y participaciones* de empresas filiales de sociedades no residentes y aquellas otras que supongan un 10 por 100 o más del capital social de la empresa residente. Por esa razón de permanencia se consideran directas las inversiones en *inmuebles*. Se incluyen también en esta categoría los flujos financieros de cualquier naturaleza entre empresas matrices y filiales, incluidos los préstamos financieros y comerciales.

2. Inversiones en cartera (IC)

A diferencia de las anteriores, son operaciones financieras más sensibles a las alteraciones del tipo de interés y las expectativas del tipo de cambio. Su atractivo reside

tanto en la rentabilidad nominal de los instrumentos como en la rentabilidad efectiva que puede obtenerse por operaciones especulativas a corto plazo, al margen de su plazo de amortización.

Con carácter general, se incluyen en esta partida la suscripción, compraventa y amortización de *acciones*, *bonos* y *obligaciones*, con la única condición de que sean negociables en cualquier bolsa o mercado organizado nacional o del exterior. También se registran en esta rúbrica las operaciones con *instrumentos del mercado monetario*, tanto públicos como privados, negociables en mercados organizados.

3. *Otro capital (OC)*

En esta categoría se recogen los flujos financieros no incluidos en las partidas anteriores. Entre otros merecen destacarse:

- Depósitos y créditos a largo plazo. Se incluyen los depósitos y créditos establecidos con entidades bancarias y los otorgados por particulares para financiar sus exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Son operaciones con plazo superior o igual a un año.
- Depósitos y créditos a corto plazo. Operaciones de la misma naturaleza que las anteriores pero vinculadas a plazos inferiores a un año.
- Operaciones de *repos*. Son operaciones de compraventa de instrumentos financieros con pacto de recompra entre residentes y no residentes.

Estos flujos son objeto de frecuentes presiones especulativas. Tanto los depósitos-créditos a corto plazo como las operaciones de *repos* acusan de forma casi inmediata el impacto de la inestabilidad de tipos de interés y tipos de cambio y, con frecuencia, desembocan en ataques especulativos. No ocurre lo mismo con los depósitos y créditos a largo plazo.

Movimiento de reservas (MRE)

La cuenta de *movimientos de reservas* recoge las variaciones netas de reservas por ingresos y pagos resultado de las operaciones con el exterior a lo largo de un período de tiempo. Refleja situaciones de superávit o déficit de la balanza de pagos en su totalidad.

Una parte importante de las reservas son divisas en moneda extranjera. Pero no todas las transacciones se liquidan en moneda extranjera. Las transacciones comerciales entre países con la misma moneda —caso de la eurozona— se liquidan en moneda nacional, pero se registran junto a esta cuenta en concepto de *activos financieros netos frente al exterior (AFFE)*. No son reservas (*RE*) en sentido estricto.

$$MRE = RE + AFFE$$

Es importante tener presente que, además de su interés económico, esta cuenta desempeña un papel acomodante para obtener el *equilibrio contable* de la balanza de pagos. La balanza de pagos responde al principio contable de partida doble: cada ingreso o variación neta de pasivos financieros debe estar compensado por un pago o una variación neta de activos, de forma que, desde el punto de vista contable, el total de la columna de ingresos debe ser igual al total de la columna de pagos. Por tanto, el saldo contable de la balanza de pagos siempre es *cero*, lo cual no significa que exista equilibrio económico. No debe confundirse el *equilibrio contable* con *equilibrio económico*.

En definitiva, aunque las reservas son un activo financiero del país frente al resto del mundo, se contabilizan *siempre en la columna de pagos* con el signo correspondiente a la variación registrada para conseguir el equilibrio contable.

$$BP = BCC + BK + BF \pm MRE = 0$$

Y en la interpretación económica debe superarse una aparente contradicción: un valor negativo del *MRE* corresponde a un superávit de la balanza de pagos, y un valor positivo a un déficit de la misma.

$$\begin{aligned} MRE (-) &\rightarrow BP \text{ superávit} \rightarrow \Delta RE/AFFE \\ MRE (+) &\rightarrow BP \text{ déficit} \rightarrow \nabla RE/AFFE \end{aligned}$$

ESQUEMA 3.2

Registro contable y calificación del saldo de la balanza de pagos

	Debe	Haber
Balanza por cuenta corriente (BCC)	Ingresos	Pagos
Balanza de capital (BK)	Ingresos	Pagos
Balanza financiera (BF)	VPF	VAF
Activos frente al exterior (MRE)	—	± RE/ VAFFE
Balanza de pagos (BP)	Total debe = Total haber	

$$BP = BCC + BK + BF \pm RE/VAFFE = 0$$

RE/VAFFE (–) → BP superávit
RE/VAFFE (+) → BP déficit

EJEMPLO 1

Completar la siguiente balanza de pagos, teniendo en cuenta los signos correspondientes a los movimientos de reservas:

	Ingresos	Pagos	Saldo
Cuenta corriente	25.300	25.100	200
Cuenta de capital	900	100	800
	<i>VPF</i>	<i>VAF</i>	<i>VPF – VAF</i>
Balanza financiera	5.400	6.100	–700
Movimiento de reservas	?	?	?
Total	31.600	31.600	?

¿Existe superávit o déficit de la balanza de pagos total?

La economía en cuestión tiene **superávit** de balanza de pagos y aumenta las reservas. El valor de ese superávit aparece en la columna de pagos por razones contables, aunque en realidad es una entrada de reservas. Por la misma razón aparece en la columna de saldo con signo negativo.

	Ingresos/VPF	Pagos/VAF	Saldo
Movimiento de reservas	—	300	–300
Total	31.600	31.600	0

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información sobre operaciones con el exterior:

1. Exportación de textiles.....		20.000
De la cual: — Pagadas al contado.	10.000	
— Con un pagaré a 30 días.	5.000	
— Con crédito a 2 años.	5.000	
2. Ayuda gubernamental a país extranjero		1.000
De la cual: — En material sanitario.	700	
— En efectivo.	300	
3. Préstamos concedidos por la UE		700
De los cuales: — Se amortizan en el mismo ejercicio.	500	
— Se pagan intereses.	200	
4. Compra de tecnología		8.000
De la cual: — En concepto de patentes.	6.000	
— Incorporada a bienes de equipo.	2.000	
5. Importación de oro		5.000
De la cual: — Mediante crédito a 2 años.	4.000	
— A cambio de bienes de equipo.	1.000	
6. Gastos de apertura oficina comercial en exterior.....		20.100
De los cuales: — Adquisición edificio oficinas.	20.000	
— Alquiler vivienda funcionarios.	100	

7.	Venta de pagarés del tesoro a no residentes.....		400
	En mismo ejercicio devenga un interés del 10 por 100.	40	
8.	Pagos de una agencia de viajes residente		800
	De los cuales: — Como gastos de transporte a Iberia.	600	
	— Como gastos de transporte a Air France.	200	

1. Clasificar las partidas y obtener saldo de la balanza por cuenta corriente y capital:

	Ingresos	Pagos	Saldo
Mercancías	11.000	3.000	8.000
Exportación textiles al contado	10.000		-2.000
Compra tecnología incorporada a bienes		2.000	-1.000
Importación oro (por bienes de equipo)		1.000	1.000
Bienes de equipo (por oro)	1.000		
Servicios	—	300	-300
Alquiler de viviendas		100	-100
Pagos a agencia viajes no residentes		200	200
Rentas	—	240	-240
Intereses de préstamo		200	-200
Intereses de pagarés		40	-40
Transferencias	—	1.000	-1.000
Donación material sanitario		700	-700
Donación en efectivo		300	300
Balanza por cuenta corriente	11.000	4.540	6.460
Intangibles	-6.000	-6.000	
Importación de patentes			
Balanza por cuenta de capital	—	6.000	-6.000
BCC + BK	11.000	10.540	460

2. Clasificar las partidas y obtener el saldo de la balanza financiera:

	VPF	VAF	VPF – VAF
Inversión directa	—	20.000	-20.000
Adquisición edificios de oficinas		20.000	-20.000
Inversión en cartera	400	5.000	-4.600
Venta de pagarés del Tesoro	400		400
Pagaré 30 días por exportaciones		5.000	-5.000
Otro capital	5.500	5.000	500
Crédito por exportación textiles		5.000	-5.000
Préstamo neto de la UE	1.500		1.500
Crédito para importación oro	4.000		4.000
Balanza financiera	5.900	30.000	-24.100

3. Obtener el saldo de movimiento de reservas y de balanza de pagos total.

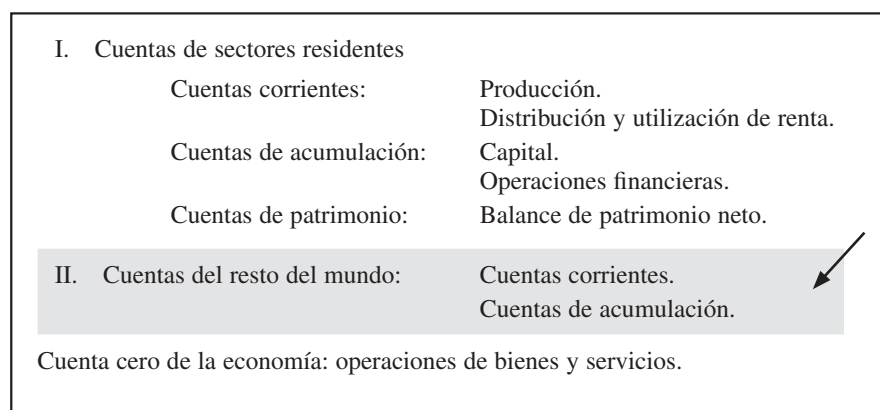
Balanza cuenta corriente y capital	11.000	10.540	460
Balanza financiera	5.900	30.000	-24.100
Movimiento reservas	—	-23.640	23.640
Total balanza de pagos	16.900	16.900	0

3.1.4. Los flujos con el exterior en la contabilidad nacional

El sector resto del mundo debe considerarse un sector institucional más dentro del sistema de cuentas nacionales. Su información completa la del conjunto de sectores residentes, y permite cerrar la secuencia de cuentas nacionales y obtener las magnitudes reales y financieras de la economía en su conjunto.

Debemos poner cuidado en su *interpretación*: un recurso para el resto del mundo es un empleo para la economía nacional y viceversa. En consecuencia, los saldos contables positivos significan superávit para el resto del mundo y déficit para la economía nacional; lo contrario ocurre con los saldos negativos.

ESQUEMA 3.3

Estructura de la Contabilidad Nacional

¿Cómo se registran los flujos con el exterior?

Las operaciones con el resto del mundo describen las relaciones de los agentes residentes de un país con los no residentes cualquiera que sea el lugar donde se encuentren. Recogen tanto las operaciones corrientes como las de acumulación. Por

tanto, se registran en términos de empleos-recursos las primeras y en términos de variación de activos y pasivos financieros las segundas.

Los saldos que se obtienen en las cuentas con el resto del mundo se corresponden con los resultados en la balanza de pagos y, por tanto, la interpretación de magnitudes relacionadas con esos saldos es la misma. Pero, a diferencia de la balanza de pagos, las cuentas del resto del mundo no recogen el detalle de las transacciones de cuenta corriente o financieras, circunstancia a tener en cuenta cuando se quiera analizar las causas de cualquier saldo en las transacciones económicas con el resto del mundo.

ESQUEMA 3.4

Magnitudes vinculadas a las cuentas del resto del mundo

Cuentas corrientes (no residentes):	BCC
Cuenta de intercambio exterior de bienes y servicios	SNE
Cuenta de rentas primarias y transferencias corrientes	RPRM/TRCRM
Cuentas de acumulación (no residentes):	
Cuenta de capital	TRCRM
Cuenta financiera	BF

Cuentas corrientes del resto del mundo

1. Cuenta de intercambio exterior de bienes y servicios

Informa sobre las operaciones de bienes y servicios entre agentes residentes y no residentes. En términos de balanza de pagos equivale al saldo neto exterior, es decir, la suma del saldo de balanza comercial y de servicios.

Cuenta de intercambio exterior de bienes y servicios

Empleos (–)		Recursos (+)	
<i>X</i>	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	<i>M</i>
<i>SNE</i>	Saldo neto exterior		

$$SNE = X - M$$

Recordemos que en la interpretación de las cuentas nacionales los saldos contables positivos significan superávit para el resto del mundo y déficit para la economía nacional; lo contrario ocurre con los saldos negativos.

2. Cuenta de rentas primarias y transferencias corrientes

Informan sobre las operaciones de bienes y servicios entre agentes residentes y no residentes. En términos de balanza de pagos equivale al saldo neto exterior, es decir la suma del saldo de la balanza comercial y de servicios.

Cuenta exterior de rentas primarias y transferencias corrientes

Empleos (–)		Recursos (+)	
		Saldo neto exterior	<i>SNE</i>
<i>RA</i>	Remuneración asalariados a residentes	Remuneración asalariados a no residentes	<i>RA</i>
<i>RP</i>	Rentas de propiedad a cobrar	Rentas de propiedad a pagar	<i>RP</i>
<i>TRC</i>	Transferencias corrientes a cobrar	Transferencia corrientes a pagar	<i>TRC</i>
<i>BCC</i>	Saldo por cuenta corriente		

$$BCC = SNE \pm RPRM \pm TRCRM$$

Como en la cuenta anterior, debe prestarse atención a la interpretación del saldo cuando se acude directamente a la información de la contabilidad nacional.

EJEMPLO 1

Obtener el saldo neto exterior (SNE) y el saldo de las operaciones corrientes (BCC) a partir de la siguiente información en millones de euros:

Exportaciones de bienes y servicios	89.000
Importaciones de bienes y servicios	90.100
Remuneración de asalariados a pagar	10.000
Remuneración de asalariados a cobrar	13.000
Rentas de la propiedad a pagar	200
Rentas de la propiedad a cobrar	500
Transferencias corrientes netas a pagar	4.700
Transferencias corrientes netas a cobrar	2.400

Cuenta de intercambio exterior de bienes y servicios	Empleos	Recursos
Exportación de bienes y servicios	89.000	—
Importación de bienes y servicios	—	90.100
<i>SNE</i>	1.100	
Cuenta de rentas primarias y transferencias corrientes	Empleos	Recursos
<i>SNE</i>	—	1.100
Remuneración asalariados a residentes	13.000	—
Remuneración asalariados a no residentes	—	10.000

Rentas propiedad a residentes.....	200	—
Rentas propiedad a no residentes	—	500
Transferencias corrientes a cobrar	2.400	—
Transferencias corrientes a pagar	—	4.700
<i>BCC</i>	700	—

Cuentas de acumulación del resto del mundo

1. Cuenta de capital del resto del mundo

Registra los cambios en los recursos de capital, es decir, del patrimonio financiero neto del sector resto del mundo en relación con la economía nacional.

Cuenta de capital del resto del mundo

VAF (–)		VPF (+)	
<i>TRK</i>	Transferencias de capital a pagar	Saldo por cuenta corriente	<i>BCC</i>
<i>AHFRM</i>	Ahorro financiero del resto mundo	Transferencias de capital a cobrar	<i>TRK</i>

$$AHFRM (\pm) = BCC \pm TRKRM$$

El saldo acumulado de esta cuenta permite diagnosticar la *capacidad o necesidad de financiación* del sector del resto del mundo frente a la economía de referencia. Una vez más debemos tener cuidado con la interpretación: cuando el resto del mundo registra capacidad de financiación, la economía nacional tiene necesidad de financiación y viceversa.

EJEMPLO 2

Elaborar las cuentas de capital y determinar la capacidad o necesidad de financiación del sector exterior a partir de la siguiente información en millones de euros:

Saldo neto exterior.....	1.100
Rentas primarias netas con resto del mundo	–2.700
Transferencias corrientes netas con resto del mundo	2.300
Transferencias de capital a pagar.....	17.000
Transferencias de capital a cobrar.....	21.000

Una vez calculado el saldo por cuenta corriente: $BCC = 1.100 - 2.700 + 2.300 = 700$

Cuenta de capital	VAF (-)	VPF (+)
Saldo por cuenta corriente	700	—
Transferencias de capital a cobrar	21.000	—
Transferencias de capital a pagar.....	—	17.000
<i>AHFRM</i>		4.700

2. Cuenta de operaciones financieras con el resto del mundo

Informa de la naturaleza de los instrumentos en que se plasman los flujos financieros entre el resto del mundo y el conjunto de sectores residentes.

Cuenta financiera del resto del mundo

VAF (-)	VPF (+)
	Ahorro financiero del resto del mundo <i>AHFRM</i>
Adquisición neta de activos:	Emisión neta de pasivos:
Oro y otras reservas.	Oro y otras reservas.
Efectivo y depósitos.	Efectivo y depósitos.
Acciones y otras participaciones.	Acciones y otras participaciones.
Otros instrumentos.	Otros instrumentos.

$$AHFRM = VAF - VPF$$

Es importante recordar que los activos financieros del resto del mundo son pasivos financieros para el conjunto de sectores residentes y viceversa.

EJEMPLO 3

Elaborar las cuentas financieras del resto del mundo a partir de la siguiente información en millones de euros:

Adquisición neta de activos financieros	8.300	
Emisión neta de pasivos financieros:		
Oro monetario y otras reservas	500	
Efectivo y depósitos.....	1.700	
Acciones.....	1.500	
Otros pasivos.....	1.300	
Cuenta financiera	VAF (-)	VPF (+)
<i>AHFRM</i>	—	3.300
Adquisición neta de activos financieros	8.300	

Adquisición neta de pasivos financieros:

Oro monetario y DEG.....	—	500
Efectivo y depósitos.....	—	1.700
Acciones.....	—	1.500
Otros pasivos.....	—	1.300

$$AHRRM = VAF - VPF = -3.300$$

3.2. INTERPRETACIÓN DEL DESEQUILIBRIO EXTERNO

3.2.1. Desequilibrio externo y balanza de pagos

El equilibrio externo es un concepto relativo y más amplio que el saldo de la balanza de pagos. Hace referencia al mínimo desequilibrio de la balanza de pagos, compatible con los objetivos de equilibrio interno, es decir, con los niveles de inflación-paro aceptados como objetivos de política económica.

- No debe identificarse el equilibrio externo con saldo cero de balanza de pagos. Una vez más, la complejidad de la economía hace difícil que se alcance tal situación.
- El desequilibrio externo puede ser tanto un déficit como un superávit de la balanza de pagos. Debe superarse la idea de calificar de desequilibrio sólo los déficit externos.
- Los resultados de la balanza de pagos están directamente condicionados por la marcha de la economía en su conjunto. De ahí que la valoración del desequilibrio externo dependa de la interpretación de los saldos en relación con otras variables económicas como el producto interior bruto, la demanda nacional, el consumo o los precios.

Existen diversos indicadores para interpretar el desequilibrio externo de una economía a partir del análisis total o parcial de la balanza de pagos. La elección de uno u otro dependerá del objetivo que pretendamos con el análisis de la información de la balanza de pagos.

Movimiento de reservas y otros activos financieros frente al exterior

Según el Fondo Monetario Internacional, se consideran *reservas* aquellos activos financieros del exterior controlados por la autoridad monetaria y libremente disponibles por ella para financiar los desequilibrios de la balanza de pagos, directamente o a través de su intervención en el mercado de divisas. Están constituidas en su mayor parte por divisas convertibles, pero también forman parte de las reservas el oro monetario del banco central y del Estado, los derechos especiales de giro y la posición neta en el FMI.

El saldo de los movimientos de reservas es resultado de la evolución de la balanza de pagos. Es un saldo fácil de obtener por países de cualquier nivel de desarrollo estadístico; de ahí su utilidad en comparaciones internacionales de carácter general.

Pero el movimiento de reservas tiene limitaciones como indicador de los desequilibrios externos de una economía. Debe tenerse en cuenta que *no existe correspondencia exacta* entre los cambios en el nivel de reservas y las transacciones de una economía con el exterior. Muchas transacciones se liquidan en moneda nacional; por ejemplo, las que se llevan a cabo entre países con una moneda única, como es el caso de la eurozona. Otras no dan lugar a alteraciones de divisas porque son operaciones a crédito que no se liquidan en el mismo ejercicio o son operaciones de trueque.

Además, existen movimientos de reservas que no son divisas, como los derechos especiales de giro. Por ejemplo, si un país ha registrado un fuerte déficit por cuenta corriente, y en el mismo ejercicio económico recibe créditos en función de su posición en el FMI para financiar parcialmente ese déficit, la pérdida de divisas por operaciones comerciales se verá amortiguada en la cuantía del crédito recibido, y la cuenta de movimiento de reservas no reflejará la magnitud de desequilibrio exterior.

En conclusión, el saldo de los movimientos de reservas resulta útil para obtener una primera impresión del desequilibrio externo de una economía pero no refleja exactamente el volumen total de transacciones registradas en la balanza de pagos. Esa falta de identidad será mayor cuanto mayor sea la proporción de transacciones que liquidan en *moneda nacional* y el volumen de operaciones *a crédito, de trueque y en especie* registradas en la misma. En consecuencia, los diagnósticos de desequilibrio

ESQUEMA 3.5

Balanza de pagos y actividad económica

Balanza comercial/bienes		
Balanza de servicios		
=	SNE Saldo neto exterior	→ $PIB = CF + FBC + SNE$
Balanza de rentas		
Balanza de transferencias		
=	BCC Balanza por cuenta corriente	→ $RND = CF + FBC + BCC$
Balanza de capital		
=	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación	→ $AHF(\pm) = RC - IANF/FBC$
Balanza financiera/Reservas		→ $VAFFE/RE (\pm)$
=	BP Total balanza de pagos	
$BP = BCC + BK \pm VAFFE/RE = 0$		

externo obtenidos a partir de esa partida conviene acompañarlos de análisis más detallados sobre la naturaleza de esos movimientos y de otros saldos parciales de la balanza de pagos.

DIVISAS Y OTRAS RESERVAS

Las divisas están constituidas no sólo por los billetes o efectivo en moneda extranjera en manos de residentes, sino también por otros medios de pago que suponen la existencia de saldos bancarios en moneda extranjera. Se incluyen en este grupo:

- Efectivo y depósitos en moneda extranjera.
- Oro, derechos especiales de giro y posición neta en FMI.

Son divisas el efectivo en moneda extranjera y los depósitos transferibles de residentes nominados en moneda extranjera. No son divisas los depósitos transferibles o cualquier otro instrumento en poder de un no residente, aunque estén nominados en moneda extranjera. Por ejemplo, se considera divisa un talón en dólares contra el Chase Manhattan Bank de Nueva York o cualquier cheque de viaje en moneda extranjera en manos de un residente. Cualquiera de esos instrumentos, incluso si están respaldados por un depósito a la vista en un banco español, no son divisas mientras están en manos de un no residente.

Los billetes en moneda extranjera representan una proporción muy pequeña del volumen total de reservas de un país y, de hecho, no tienen la consideración de divisas en los mercados de cambios. La razón es que la mayoría de los pagos internacionales en divisas no se llevan a cabo en efectivo, sino a través de depósitos transferibles mediante cheque, transferencia bancaria o cualquier otro medio.

El grado de liquidez de una divisa depende de si es o no convertible. Una divisa es convertible cuando quien la posee puede cambiarla libremente por moneda nacional o cualquier otra divisa. El dólar americano, el euro, la libra esterlina, el yen japonés y, en general, las monedas que cotizan en los mercados internacionales se consideran más líquidas que aquellas otras de difícil convertibilidad por su poca participación en los mercados internacionales.

Los derechos especiales de giro (DEG) son un instrumento creado por el Fondo Monetario Internacional y aceptado por los países miembros como medio de pago en transacciones internacionales. Se trata de un instrumento asimilable a las divisas aunque menos líquidos que aquellas y, a diferencia de las divisas, sólo son disponibles por el sector público y utilizables en operaciones concretas de ajuste de balanza de pagos. La posición neta en el FMI hace referencia a la diferencia entre la posición de reservas del país en el citado organismo y la utilización de los créditos concedidos por el mismo.

EJEMPLO 1

Ejemplos de operaciones que *alteran reservas*:

1. Importación de bienes de equipo al contado.

	Ingresos	Pagos
Importación de bienes	—	100
Movimientos de reservas	100	—

2. Herencias recibidas por residentes desde el exterior.		
	Ingresos	Pagos
Transferencias corrientes.....	100	—
Movimientos de reservas.....	—	100
3. Exportación de mercancías mediante concesión de un crédito comercial a 18 meses.		
	Ingresos	Pagos
Exportación de bienes	100	—
Crédito comercial.....	—	100
Cuando, posteriormente, se cancele el crédito, la operación quedará anotada como al contado, con el consiguiente efecto sobre las reservas.		
Crédito comercial.....	100	—
Movimientos de reservas.....	—	100

EJEMPLO 2

Ejemplos de operaciones que *no alteran reservas*:

1. Importación de crudo a cambio de servicios informáticos.		
	Ingresos	Pagos
Importación de bienes	—	100
Exportación de servicios	100	—
2. Ayuda gubernamental a país extranjero en material sanitario.		
	Ingresos	Pagos
Exportación de material sanitario.....	100	—
Transferencias de material sanitario.....	—	100

Saldo neto exterior y tensiones inflacionistas

El saldo neto exterior recoge exclusivamente las operaciones relacionadas con exportaciones e importaciones de bienes y servicios. En términos macroeconómicos, este saldo está directamente relacionado con la actividad real:

$$SNE = BC + BS \quad PIB_{pm} = CF + FBC + SNE$$

El saldo neto exterior en bienes y servicios equivale a la diferencia entre la demanda y la oferta de una economía y, como tal, puede servir para medir el grado de coherencia entre el crecimiento de la actividad económica y la demanda nacional.

$$SNE = PIB_{pm} - (CF + FBC) \rightarrow SNE = PIB_{pm} - DN$$

La existencia de un *déficit* en el saldo de bienes y servicios indicará que la oferta o producción interna es insuficiente para satisfacer la demanda interna. Cualquier exceso de demanda se corresponde con subidas del nivel de precios, pérdida de competitividad frente al exterior y, en consecuencia, mayor tendencia a importar bienes y servicios para cubrir la demanda no satisfecha con producción interna.

$$PIB_{pm} < DN \rightarrow \text{Inflación elevada} \rightarrow SNE (-)$$

Por el contrario, la existencia de un *superávit* de la balanza de bienes y servicios refleja que la producción del país es más que suficiente para satisfacer la demanda interna y exportar el excedente. Es decir, la menor presión de la demanda hace que los precios tiendan a mantenerse estables, favoreciendo el crecimiento de las exportaciones.

$$PIB_{pm} > DN \rightarrow \text{Inflación moderada} \rightarrow SNE (+)$$

El saldo de bienes y servicios no es una medida exacta de la inflación de una economía, pero permite detectar la tendencia en la evolución de la inflación y poner de manifiesto la estrecha relación entre desequilibrio interno y externo. El análisis concreto de la inflación necesita indicadores específicos.

EJEMPLO 3

A partir de la siguiente información en millones de euros:

Saldo de balanza comercial.....	-14.700
Saldo de balanza de servicio.....	6.300

1. Detectar si existen presiones inflacionistas o deflacionistas en la economía.

$$SNE = BC + BS = -14.700 + 6.300 = -8.400$$

$$SNE (-) \rightarrow PIB_{pm} < DI \rightarrow \text{Tendencia inflacionista}$$

2. Si, posteriormente, se registran las siguientes operaciones con el exterior:

a) Exportación de automóviles a cambio de caucho.....	500
b) Remuneración a equipo de investigación español por empresa americana.....	100
c) Donación de bienes de equipo a país extranjero.....	200

¿Habrá aumentado o disminuido la presión inflacionista? ¿Por qué?

Efecto sobre el *SNE*:

a) Ingreso balanza bienes/pago balanza bienes:	no altera <i>SNE</i>
b) Ingreso balanza de servicios:	$\Delta SNE = 100$
c) Ingreso balanza bienes/pago balanza transferencias:	$\Delta SNE = 200$
Resultado neto:	$\Delta SNE = 300$

$$\text{Nuevo } SNE = -8.400 + 300 = -8.100$$

Diagnóstico: disminuye la presión inflacionista.

La cuenta corriente y la necesidad de financiación

El saldo por cuenta corriente es el resultado de considerar las transacciones de bienes y de servicios, las rentas netas de factores productivos y las transferencias corrientes con el exterior.

$$BCC = SNE + RPRM + TRCRM$$

El saldo de la balanza por cuenta corriente equivale a la diferencia entre los recursos disponibles y la formación bruta de capital de una economía o, lo que es lo mismo, al *préstamo neto recibido* o *concedido al resto del mundo* para financiar la actividad económica real.

$$BCC = SNE + RPRM + TRCRM$$

En términos de *ahorro bruto* la relación se establece:

$$RND = CF + FBC + BCC$$

$$AHB = RND - CF = FBC + BCC$$

$$AHB - FBC = BCC (\pm)$$

$$AHB > FBC \rightarrow BCC > 0 \rightarrow \text{Capacidad de financiación frente al exterior}$$

$$AHB < FBC \rightarrow BCC < 0 \rightarrow \text{Necesidad de financiación frente al exterior}$$

El peso de la balanza por cuenta corriente (*BCC*) domina con mucha diferencia el saldo de la balanza de capital (*BK*) y determina el resultado final. De ahí que con frecuencia se aluda sólo al saldo por cuenta corriente y el ahorro bruto para referirse a la capacidad o necesidad de financiación de una economía. En sentido estricto, los análisis de capacidad financiera de un país deben tener en cuenta el conjunto de ambas balanzas (*BCC + BK*), pero la elección dependerá del nivel de detalle que exija el análisis y de la importancia relativa del saldo de la cuenta de capital en el conjunto de la balanza de pagos. Es recomendable el análisis de la capacidad o necesidad financiera en términos de ahorro financiero, es decir, teniendo en cuenta la balanza por cuenta corriente y la balanza por cuenta de capital.

En ese caso no se razona en términos de *ahorro nacional bruto* (*AHB*) sino de *recursos de capital* ($RC = AHB + BK$), de modo que:

$$AHB + BK = FBC + BCC + BK$$

$$(AHB + BK) - FBC = BCC + BK$$

$$RC - FBC = BCC + BK$$

- Un *déficit* del conjunto $BCC + BK$ significa que los recursos de capital obtenidos durante un período de tiempo con ahorro y transferencias de capital han sido insuficientes para financiar la FBC de la economía. La diferencia se ha cubierto con financiación externa (préstamo neto del exterior).

$$RC < BFC \rightarrow BCC + BK < 0 \rightarrow \text{necesidad de financiación frente al exterior}$$

- Un *superávit* del conjunto $BCC + BK$ indica que los recursos de capital obtenidos durante un período de tiempo con ahorro y transferencias de capital han sido más que suficientes para financiar la FBC nacional, y, en consecuencia, ese excedente de ahorro se ha utilizado para financiar al exterior (préstamo neto al exterior).

$$RC > BFC \rightarrow BCC + BK > 0 \rightarrow \text{capacidad de financiación frente al exterior}$$

Las relaciones entre recursos financieros y desequilibrio externo deben interpretarse con *precaución*. El recurso al préstamo neto del exterior —es decir, que una economía registre déficit en cuenta corriente— no debe interpretarse siempre como una situación indeseable. Por el contrario, esa situación puede resultar aceptable siempre que con esos recursos se financie el crecimiento de la actividad económica y el empleo. Algo parecido sucede con una empresa que, ante la limitación de contar sólo con recursos propios, recurre al ahorro de otros agentes para financiar sus proyectos de inversión y crecimiento. El problema surgirá cuando, a fuerza de mantener esa situación, se afecte de forma sustancial el nivel de reservas y se ponga en peligro el crecimiento de la actividad económica y el empleo.

Del mismo modo, un superávit por cuenta corriente no puede identificarse siempre con una situación financiera adecuada y deseable. Si el país está pasando por una situación de recesión económica y desempleo, un superávit por cuenta corriente significa una mala asignación del ahorro disponible que sólo podrá mantenerse durante cortos períodos de tiempo. En caso contrario, el consiguiente aumento de las reservas acabará provocando problemas de control de liquidez e inflación que obligarán a introducir modificaciones en la política económica.

EJEMPLO 4

Teniendo en cuenta los saldos siguientes:

$$BCC = -7.100$$

$$BK = 0$$

1. Detectar si existe capacidad o necesidad de financiación.

$$(BCC + BK) = -7.100 \rightarrow AHB > FBC \rightarrow \text{Necesidad de financiación}$$

2. Si, posteriormente, se registran las siguientes operaciones:
- | | |
|---|-----|
| a) Exportación de automóviles a cambio de caucho | 500 |
| b) Remuneración a equipo de investigación español por empresa americana | 100 |
| c) Donación de bienes de equipo a país extranjero | 200 |
- ¿Habrá mejorado o empeorado la situación financiera? ¿Por qué?
- a) No altera *SNE*, por tanto no altera *BCC*.
- b) $\Delta SNE = \Delta BCC = 100$
- c) Ingreso balanza bienes/pago balanza transferencias: $\begin{cases} \Delta SNE = 200 \\ \nabla TRCRM = -200 \\ BCC \text{ no se altera} \end{cases}$
- Resultado neto ($a + b + c$): $\Delta BCC = 100$ Mejora la situación financiera

La balanza financiera y el tipo de interés

Una parte de los flujos financieros que se recogen en la balanza financiera dependen de la relación rentabilidad-coste que ofrezcan los instrumentos financieros nacionales respecto a los del exterior. Es decir, el ahorro internacional se traslada de una a otra economía en busca del mejor diferencial de tipos de interés de cada país (i) respecto al exterior (i^*).

$$\Delta(i - i^*) \rightarrow \begin{array}{l} \text{Entrada neta de fondos (ahorro)} \\ \text{para adquirir pasivos nacionales} \end{array} \rightarrow \Delta BF$$

$$\nabla(i - i^*) \rightarrow \begin{array}{l} \text{Salida neta de fondos (ahorro)} \\ \text{para adquirir activos del exterior} \end{array} \rightarrow \nabla BF$$

Pero el grado de respuestas a cambios en el tipo de interés no es el mismo para todos los instrumentos financieros. Aunque se diferencian los movimientos de capital a largo y corto plazo, la extraordinaria movilidad del capital y la innovación financiera de los últimos tiempos han ido desdibujando la frontera del corto y largo plazo como criterio para diferenciar el grado de estabilidad de los movimientos de capital.

Aun así, desde el punto de vista del análisis macroeconómico resulta muy útil considerar el grado de estabilidad de los flujos de capital recogidos en la balanza de pagos, sin tratarse de un criterio formal recogido en las publicaciones oficiales. A partir de la nueva metodología de la balanza de pagos podemos utilizar la siguiente clasificación de flujos financieros en función de la naturaleza y sensibilidad a las alteraciones de tipo de interés.

A partir de la balanza financiera:

$$BF = ID + IC + DCLP + DCCP$$

- Flujos financieros menos sensibles a alteraciones de tipo de interés a corto plazo:

Inversiones directas (*ID*).

Depósitos y créditos a largo plazo (*DCLP*).

- Flujos financieros más sensibles a alteraciones del tipo de interés a corto plazo:

Inversiones en cartera (*IC*).

Depósitos y créditos a corto plazo (*DCCP*).

Esto permite reconsiderar una *balanza básica o fundamental (BPB)* resultante de excluir los flujos financieros más sensibles a alteraciones del tipos de interés que, por su carácter especulativo, resultan más volátiles y pueden desvirtuar la realidad de la balanza de pagos. Es decir, la *BPB* estará compuesta por la suma de las operaciones por cuenta corriente, los flujos de inversiones directas, y los préstamos y depósitos a largo plazo.

$$BPB = MRE - (IC + DCCP)$$

$$BPB = BCC + ID + DCLP$$

La estabilidad de los movimientos de capital es siempre relativa. Por ejemplo, la adquisición por no residentes de acciones de una empresa residente puede considerarse como un ingreso de capital estable en concepto de inversión directa, pero nada impide que el comprador se desprenda de esos títulos al cabo de unas semanas e incluso de unos días por razones especulativas.

El saldo de la balanza fundamental o básica recoge las operaciones más estables de la balanza de pagos y, por ello, resulta adecuado para diagnosticar y diferenciar los desequilibrios externos de *carácter más estructural* de los de mayor carácter *especulativo*.

- Un déficit de la balanza de pagos consecuencia de movimientos especulativos es menos preocupante si se mantiene un saldo razonable de la balanza por cuenta corriente o se tiene un suministro regular de capitales estables para financiar la actividad real reflejada en los componentes fundamentales de la balanza financiera.
- Por el contrario, un superávit de la balanza de pagos resulta poco consistente si está generado básicamente por entradas de capital a corto plazo atraído por las condiciones de tipo de interés y otras ventajas especulativas que proporcionan temporalmente determinados instrumentos financieros. Con esos flujos de capital no debe contarse para financiar el crecimiento económico a medio o largo plazo.
- La balanza de pagos de una economía con fuerte presencia de flujos financieros a corto plazo y especulativos responderá con más intensidad a alteraciones del *tipo de interés* que otra balanza donde el peso de los movimientos fundamenta-

les sea mayor. Por tanto, diferenciar entre movimientos fundamentales y especulativos ayuda a diagnosticar mejor el grado de sensibilidad de la balanza de pagos a los cambios del tipo de interés y los vaivenes de la *política monetaria*.

3.2.2. Rasgos del desequilibrio exterior de la economía española

El crecimiento de la economía española ha ido acompañado de notables desequilibrios de la balanza de pagos, que se han acentuado a medida que nuestra integración en los mercados mundiales ha exigido la liberalización de los flujos comerciales y financieros con el exterior. Pero estos desequilibrios no se han manifestado con el mismo signo e intensidad en cada una de las sub-balanzas de pagos.

Un déficit crónico en cuenta corriente y capital

La existencia de *déficit por cuenta corriente* es casi una constante en nuestra historia económica reciente y contrasta con el ligero superávit que muestra el conjunto de la Unión Europea. Eso significa que, a diferencia de la media europea, el *ahorro nacional* durante ese período ha resultado *insuficiente* para financiar la formación bruta de capital de nuestra economía; es decir, hemos tenido que recurrir a la financiación externa.

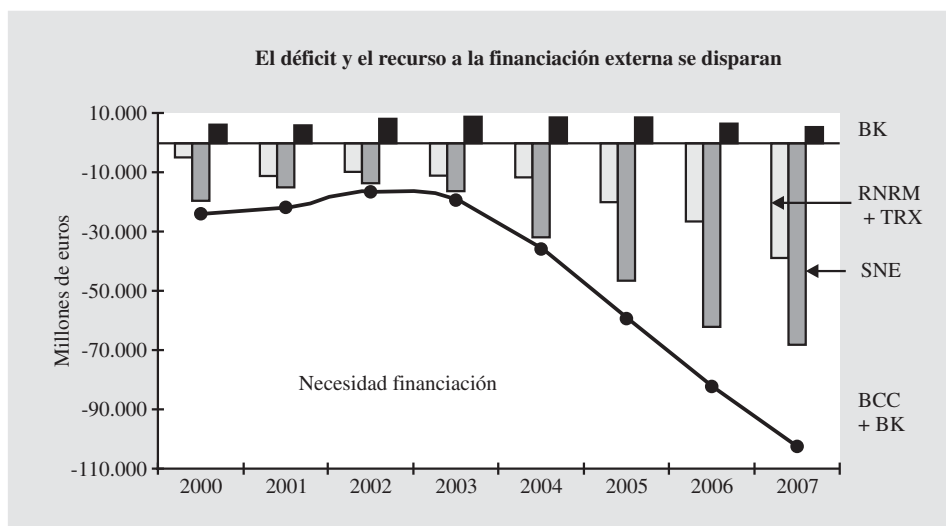


Figura 3.1. Saldo por cuenta corriente y sus componentes (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

En parte esa evolución resulta coherente con el mayor crecimiento de la economía española respecto a la de la Unión Europea, pero también pone de manifiesto un elevado grado de dependencia exterior de nuestra economía y la existencia de problemas estructurales que comentaremos a continuación. No obstante, a pesar de su intensidad, el déficit por cuenta corriente no ha constituido, hasta ahora, una limitación a nuestro crecimiento, y no deberá serlo mientras sirva para financiar elevadas tasas de crecimiento de la producción y el empleo.

Balanza comercial

El origen del *déficit por cuenta corriente* hay que buscarlo en el fuerte desequilibrio de la *balanza comercial*, que contrasta con el superávit que corresponde a la Unión Europea y pone de manifiesto una evidencia ya conocida: la oferta productiva española, caracterizada por escasez relativa de energía y productos tecnológicos, es insuficiente para satisfacer el fuerte crecimiento de la demanda nacional de los últimos años. Situación que se corresponde con mayores niveles de inflación y mayor tendencia a importar bienes para cubrir demanda no satisfecha con producción nacional. El fuerte crecimiento de la producción y la integración de la economía española en los mercados internacionales ha aumentado la propensión a importar, lo que no quiere decir que las exportaciones de bienes no hayan aumentado de forma importante, sino que las importaciones lo han hecho con más intensidad.

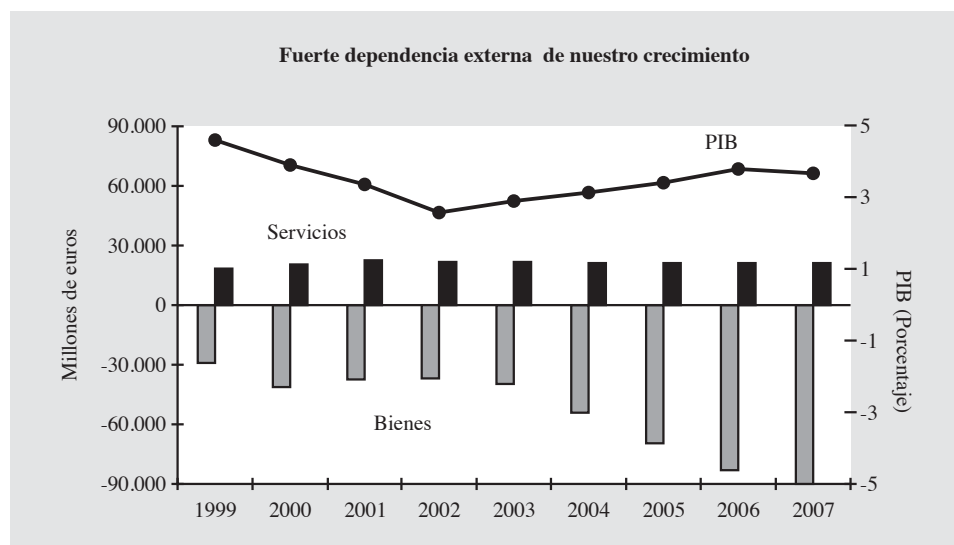


Figura 3.2. Saldo de bienes-servicios y actividad económica (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

Una de las importaciones más rígidas, es decir, menos sensible a las variaciones de los precios, es la de los productos energéticos. En este sentido conviene tener en cuenta que somos uno de los países europeos más consumidores de energía por unidad de producto, y que nuestra dependencia energética del exterior se aproxima al 80 por 100. Eso explica la elevada vulnerabilidad de nuestras importaciones a las alteraciones de los precios del crudo en los mercados internacionales, y que la factura del petróleo por unidad de producto resulte el doble de la que corresponde a la Unión Europea.

Balanza de servicios

Gracias a los ingresos por *turismo* nuestra balanza de servicios ofrece importantes *superávits* que contrastan con los *déficit* de la balanza comercial. Los ingresos por turismo son la gran y casi única partida amortiguadora del déficit comercial, de modo que, sin contar con esos ingresos, sería impensable el crecimiento de la actividad económica española actual, porque el déficit neto exterior se haría insostenible y acabaría por estrangular ese crecimiento.

El *resto de los servicios* registra, en conjunto, situaciones de *déficit* que se suman a los correspondientes a la balanza de bienes. En un contexto de creciente terciarización, el comercio exterior de servicios relacionados con las nuevas tecnologías, servicios financieros, servicios prestados a las empresas, etc., se encuentra sometido a una progresiva internacionalización y su saldo es cada vez más determinante del desequilibrio externo de nuestra economía. Nuestro retraso en el desarrollo de tecnologías y la fuerte competencia ejercida en los mercados internacionales de este tipo de servicios por algunos países emergentes explican, en parte, esta situación.

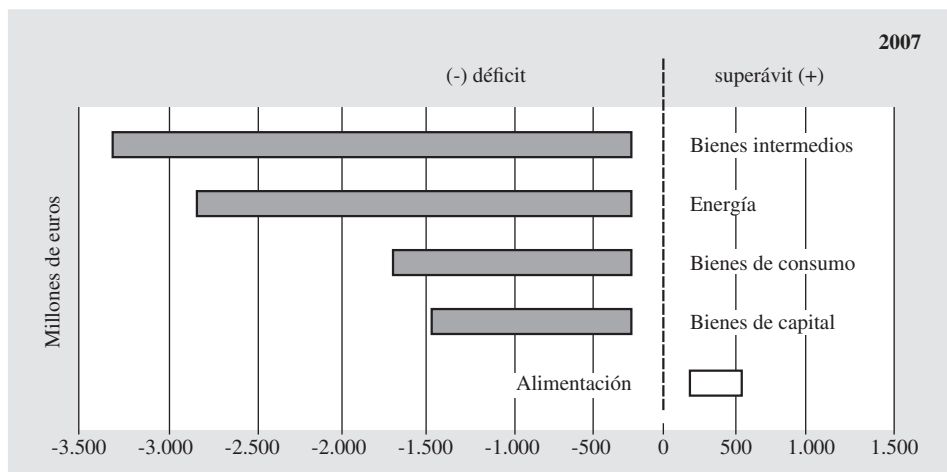


Figura 3.3. Déficit comercial por grupos de bienes (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

Saldo de rentas

La *balanza de rentas* es otro de los componentes que durante los últimos años ha colaborado en la generación del *déficit* por cuenta corriente en nuestro país. Al igual que ocurre en el conjunto de la Unión Europea, los pagos en concepto de *rentas de inversiones* —dividendos, intereses, etc.— están muy vinculados a la actividad de las empresas y determinan el saldo de esa balanza. Su importancia ha ido creciendo a medida que lo ha hecho nuestro país como receptor de importantes inversiones directas extranjeras desde nuestra incorporación a la Comunidad Europea.

Por lo que respecta a las *rentas de trabajo*, durante muchos años los ingresos por remesas de nuestros emigrantes de temporada y transfronterizos constituyeron una fuente importante de ingresos, pero ahora las rentas de ese tipo de emigrantes juegan en sentido contrario sobre la balanza de rentas y jugarán más a medida que se consoliden las tendencias migratorias de los últimos años.

Transferencias corrientes

Durante muchos años la balanza de transferencias corrientes registró un saldo positivo acorde con el papel de receptor neto de nuestro país en concepto de ayudas procedentes de la Unión Europea y, en menor cuantía, de transferencias privadas en concepto de remesas de emigrantes españoles permanentes en el exterior. Sin embargo, en los últimos años el papel amortiguador de esta balanza se ha reducido progresivamente hasta alcanzar valores negativos. Dos factores determinantes de ese cambio son, por un lado, las mayores aportaciones de recursos españoles al presupuesto comunitario debido a la aproximación de nuestro nivel de renta por habitante a la media comunitaria, y por otro, el rápido crecimiento de las remesas de emigrantes permanentes al exterior. Una tendencia que, sin duda, se acentuará en los próximos años. En menor medida, también hay que considerar el aumento de la ayuda oficial al desarrollo en los últimos años.

Saldo de capital

Esta balanza tiene menos importancia cuantitativa que las anteriores, pero es, junto a la balanza de servicios, una de las que todavía sirve de amortiguador a los déficit crecientes de la balanza comercial. Su saldo positivo se debe, sobre todo, a los ingresos por transferencias de capital que reciben nuestras Administraciones Públicas de la Unión Europea en concepto de fondos para el desarrollo regional y los llamados fondos de cohesión que, en el caso español, se destinan a mejoras estructurales y proyectos industriales y de medio ambiente. Lo comentado respecto al futuro de las transferencias corrientes procedentes de fondos comunitarios puede hacerse extensivo a la balanza de capital, por lo que es previsible que su saldo se convierta en negativo.

En suma, los ingresos por turismo, y en menor medida las transferencias de capital, son las únicas partidas que amortiguan el elevado déficit de nuestra balanza por cuenta corriente. Las medidas correctoras de ese desequilibrio pasan, sobre todo, por la corrección del déficit de la *balanza comercial*, actuando con medidas que favorezcan la competitividad de nuestras exportaciones y alivien la fuerte dependencia de importaciones de nuestro sistema productivo. En este sentido, una decidida política energética de sustitución del petróleo por otras energías alternativas puede colaborar a corregir nuestro creciente desequilibrio externo.

La balanza financiera y la inversión extranjera

La progresiva integración de la economía española en los mercados mundiales no se ha limitado a las corrientes de bienes y servicios. Desde hace años la diferencia entre variación de activos y pasivos financieros registra un *saldo neto positivo* superior al que corresponde al conjunto de la Unión Europea en relación con el producto interior bruto, lo que pone de manifiesto la importancia de nuestra economía como *receptora neta de recursos financieros* dentro del conjunto europeo y mundial. Esa afirmación puede matizarse teniendo en cuenta el comportamiento de distintas subbalanzas financieras: desde hace algunos años el saldo de *inversiones directas* con el exterior es negativo, es decir, invertimos fuera más de lo que invierten los no residentes en nuestro país, pero, a cambio, el saldo de inversiones en cartera —que multiplican por cuatro a las directas— resulta muy positivo y determina el superávit de la balanza financiera en su conjunto.

Inversión directa

La inversión directa constituye el componente más estable de la inversión internacional. Está más ligada a la gestión empresarial y genera una vinculación a más largo plazo entre el país emisor y receptor. Es este tipo de inversión la que, durante muchos años, ha colocado a nuestro país entre los destinos preferidos de los capitales internacionales, dando lugar a continuos *superávits* de nuestra balanza financiera. El interés de la inversión directa extranjera en nuestro país se ha centrado en la industria manufacturera —automovilística, química y de telecomunicaciones, principalmente— y a mayor distancia en inmuebles. Su principal origen está en las decisiones de las empresas multinacionales de la Unión Europea y Estados Unidos.

Desde mediados de los años noventa ha sido la inversión directa española en los mercados exteriores es cada vez más importante. En gran medida los responsables de esas inversiones son empresas multinacionales españolas del sector de la energía, telecomunicaciones, banca y turismo, que necesitan nuevos mercados para seguir creciendo y diversificar geográficamente sus riesgos.

El principal destino de esas inversiones ha sido Latinoamérica —Brasil, Argentina y México mayoritariamente—, donde las políticas de liberalización de mercados por estos países y la afinidad cultural han propiciado importantes proyectos de inver-

sión en el campo de los servicios relacionados con telecomunicaciones y los servicios financieros y de apoyo a las empresas. En los últimos años muchas empresas españolas están desviando en mayor medida sus inversiones hacia la Unión Europea, tanto a los socios de siempre como hacia los nuevos en el Este.

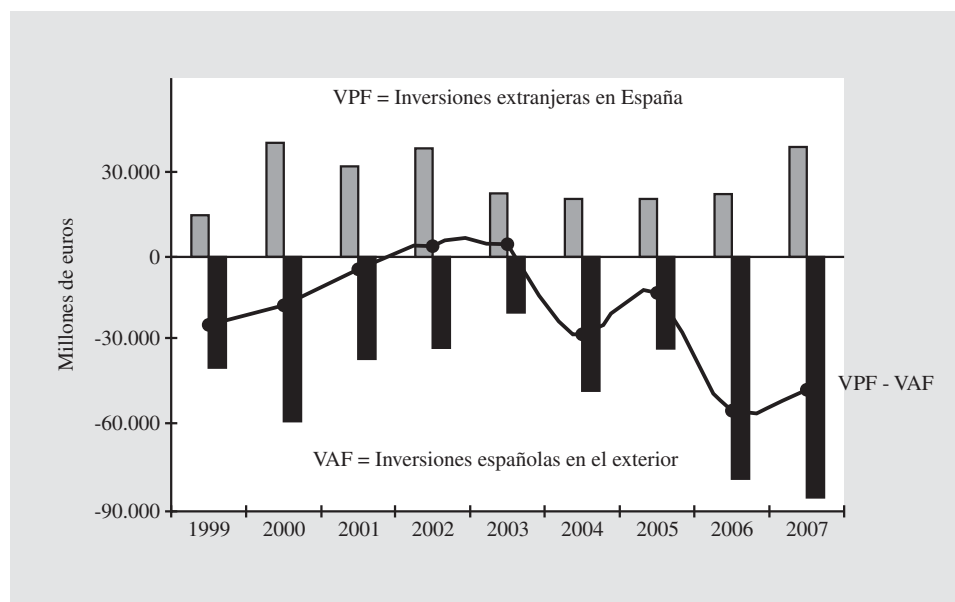


Figura 3.4. Flujos de inversión directa con el exterior (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

Inversión en cartera

La inversión en cartera es un fenómeno más reciente en la economía española que la inversión directa. Su importancia ha crecido notablemente desde que la Unión Europea ha propiciado la existencia de tipos de interés estables que reducen riesgos financieros, y porque la moneda única ha eliminado los costes de transacción por tipos de cambio. Esto explica que la mayor parte de los flujos de inversión en cartera española tengan de origen y destino los mercados financieros europeos.

Las entidades financieras bancarias y los fondos de inversión son los principales agentes de este tipo de operaciones, donde se negocian, con preferencia, bonos y obligaciones de las Administraciones Públicas, títulos monetarios y, en menor medida, acciones. Sin embargo, es difícil extraer patrones de comportamiento de los flujos de inversión en cartera del o hacia el exterior. En principio, parece que la búsqueda de la máxima rentabilidad y la diversificación de riesgos decide a los inversores a moverse

entre la amplia oferta de instrumentos financieros disponibles en cada país. Pero, con mucha frecuencia, los *movimientos especulativos* dificultan el conocimiento de cuáles son las razones económicas que determinan tales flujos de capital.

La subbalanza de *otras inversiones* recoge, sobre todo, movimientos financieros relacionados con el sistema crediticio y las Administraciones Públicas. Como en el caso anterior, son inversiones más volátiles que las inversiones directas, y la fuerte presencia de pasivos financieros de las Administraciones Públicas —acorde con importantes déficit presupuestarios— influye decisivamente en esos flujos de capital.

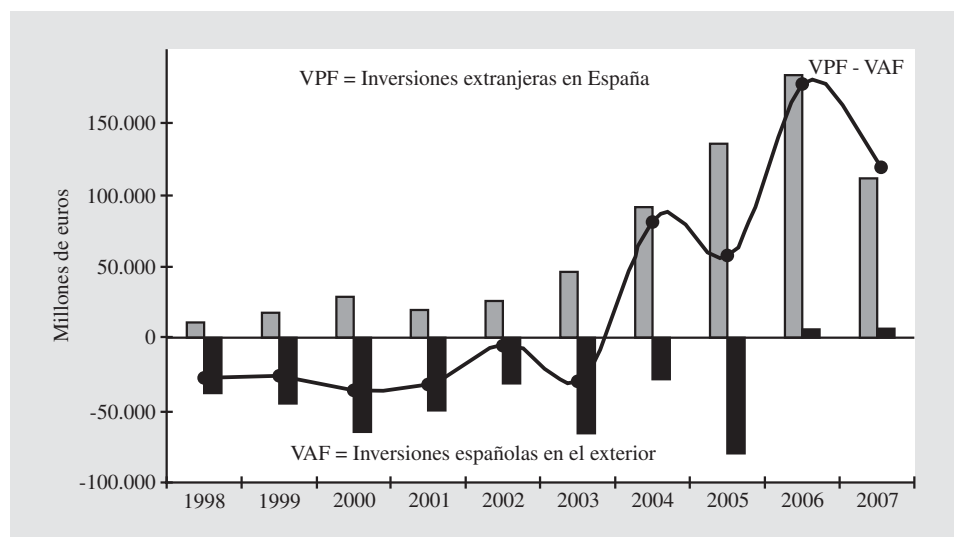


Figura 3.5. Inversión en cartera con el exterior.

3.3. MERCADOS DE DIVISAS

3.3.1. Organización de los mercados de divisas

Los mercados de divisas están constituidos por el conjunto de *operaciones interbancarias* de ámbito mundial donde se negocia la compraventa de divisas. Para referirse a estos mercados se ha generalizado el uso del término FOREX (*Foreign Exchange Markets*).

¿Qué son y cómo se negocian las divisas?

- Son divisas los medios de pago de general aceptación, en manos de residentes y nominados en moneda extranjera. En concreto, se aceptan como divisas los

billetes y los *depósitos bancarios* nominados en moneda distinta de las del titular. Por ejemplo, un depósito en dólares en un banco de nuestro país a nombre de un residente español se considera divisa, pero si el depósito está a nombre de un residente norteamericano no se considera como tal.

- Aunque son divisas, los *billetes* no son objeto de transacción en el mercado de cambios. El tipo de cambio que se les aplica es resultado de operaciones del resto de los instrumentos financieros considerados divisas. Ello se debe a que los billetes son una parte marginal del total de divisas con que se llevan a cabo las transacciones internacionales.
- No se consideran objeto de contratación en los mercados de divisas otros instrumentos financieros como acciones, obligaciones, pagarés, etc., aunque estén nominados en moneda distinta de la del titular. Estos instrumentos son objeto de contratación en los llamados mercados de eurodivisas.

El mercado FOREX es un mercado mundial de transacciones combinadas que llevan a cabo operadores repartidos por todo el mundo durante 24 horas al día. No obstante, existen algunas plazas donde, según la hora y el tipo de divisa de la transacción, se concentra la mayor parte de estas operaciones: Londres, Nueva York y Tokio concentran en torno al 60 por 100 de transacciones diarias de divisas en el mundo; el resto de plazas se encuentran a mucha distancia. Casi dos tercios de las transacciones tienen como objeto de compraventa el dólar norteamericano.

En esas plazas es donde se localiza la actividad de los llamados *hacedores de mercado* (*markets makers*), un grupo de media docena de grandes bancos multinacionales que están dispuestos a cotizar con su propia tesorería y riesgo cantidades muy importantes de *dólares* contra otras monedas fuertes, principalmente euros, yenes, libras esterlinas y francos suizos. Se trata de un mercado mayorista donde sólo se aceptan transacciones de diez millones de dólares o más; las transacciones inferiores a esa cifra no llegan a los bancos *hacedores de mercado*. De conseguir esos mínimos se encargan los corredores o *brokers*, que actúan de intermediarios entre los mayoristas y las entidades bancarias de los distintos países, a través de redes electrónicas.



Como principal intermediario opera la banca delegada, es decir, el conjunto de *entidades bancarias* autorizadas por el banco central para operar por cuenta propia o por cuenta de sus clientes en los mercados de divisas. Para ello disponen de un volumen reducido de divisas, llamado *posición*, que les permite realizar parte de las operaciones solicitadas por sus clientes. Normalmente, los bancos negocian a diario con *brokers* y otras entidades bancarias, no mantienen las posiciones más de unas horas, y las liquidan antes del cierre del día, cuando han alcanzado una cuantía suficiente.

Las *empresas y agentes* que operan en divisas no acceden directamente a los hacendados del mercado de divisas, sino a través de entidades bancarias que actúan como intermediarios para acceder a los mercados mayoristas. Sólo las grandes corporaciones multinacionales, como las compañías petroleras y otras que operan con gran volumen de divisas, tienen acceso directo a esos mercados. Los agentes que disponen de divisas tienen la obligación de cambiarlas en un plazo determinado y, del mismo modo, los compradores de divisas deben aplicarlas al fin solicitado en ese mismo plazo.

3.3.2. Factores determinantes del tipo de cambio

El tipo de cambio es el *precio de una divisa en moneda nacional*. Se determina según las fuerzas de demanda y oferta del mercado en un momento determinado.

ESQUEMA 3.6

Oferta y demanda de divisas

Balanza de pagos/déficit Intervención del BC/compra Movimientos especulativos	$\left. \begin{array}{c} DD = OD \\ \downarrow \\ TC \end{array} \right\}$	Balanza de pagos/superávit Intervención del BC/venta Movimientos especulativos
---	--	--

Evolución de la balanza de pagos

Por un lado, los importadores de bienes-servicios y los agentes que invierten o realizan transferencias al exterior acuden a diario al mercado de divisas a través de su banco en demanda de divisas (*DD*); los importadores de capital y los agentes que reciben transferencias en moneda extranjera acuden al mercado a través de su banco, ofreciendo (*OD*) las divisas obtenidas por esas operaciones a cambio de moneda nacional. Por tanto, el impulso sobre la oferta y demanda del mercado de divisas está directamente relacionado con la evolución de la balanza de pagos, tanto en cuenta corriente como en cuenta financiera.

$$\begin{array}{llll}
 BP > 0 \text{ (superávit)} & \rightarrow & X > M & \rightarrow OD > DD \rightarrow \nabla TC/\text{apreciación} \\
 BP < 0 \text{ (déficit)} & \rightarrow & X < M & \rightarrow OD < DD \rightarrow \Delta TC/\text{depreciación}
 \end{array}$$

Intervención de la autoridad monetaria

El banco central, como institución encargada de centralizar las reservas y velar por la estabilidad del tipo de cambio, puede *intervenir directamente* en los mercados de divisas, bien en solitario o de acuerdo con los bancos centrales de otros países, vendiendo su moneda contra las demás divisas si considera que está demasiado cara (apreciada), o comprándola si la considera demasiado barata (depreciada). Pero la capacidad de la autoridad monetaria para influir sobre el mercado de divisas es limitada en comparación con la capacidad de los bancos y demás agentes económicos, y muchas veces no alcanza los objetivos previstos sobre el tipo de cambio.

Una forma alternativa de intervención del mercado de divisas es la política monetaria. Se trata de aprovechar los efectos del tipo de interés sobre la balanza financiera, de modo que cuando el tipo de interés aumenta y se estimula la entrada de capitales se está estimulando la oferta de divisas (demanda de moneda nacional), con la consiguiente apreciación de esta última. Por el contrario, con medidas de política monetaria expansiva y de reducción del tipo de interés se estimula la salida de capitales y la depreciación de la moneda nacional.

$$\Delta i \rightarrow \Delta BF \rightarrow OD > DD \rightarrow \nabla TC/\text{apreciación}$$

$$\nabla i \rightarrow \nabla BF \rightarrow OD < DD \rightarrow \Delta TC/\text{depreciación}$$

En circunstancias especiales, con sistemas de tipo de cambio fijos, la autoridad monetaria puede *cambiar la paridad* que sirve de referencia fija a la cotización de la moneda nacional en el mercado de divisas. A ese cambio de paridad o tipo de cambio de referencia se denomina *devaluación* o *revaluación*. Se trata de una intervención drástica de la autoridad monetaria que altera el tipo de cambio al margen de las fuerzas de mercado, al contrario de lo que ocurre cuando se habla de *depreciación* o *apreciación* de la moneda nacional.

Movimientos especulativos

Los mercados de divisas están sometidos, tanto por el lado de la demanda como de la oferta, a la influencia de las operaciones especulativas que llevan a cabo aquellos agentes intermediarios que intentan obtener beneficios de la simple alteración del tipo de cambio. De hecho, los mercados de divisas responden en una pequeña parte a los movimientos comerciales. La mayor parte de las transacciones responden a necesidades financieras o simplemente especulativas, donde juegan un papel determinante las *expectativas* de los grandes bancos y de los demás intermediarios respecto a la evolución futura del mercado de divisas.

La existencia de intervención y los movimientos especulativos hacen que no siempre la evolución del tipo de cambio responda a una situación determinada de la balanza de pagos. De hecho, a muy *corto plazo*, la evolución del tipo de cambio sigue una evolución bastante errática, debido, precisamente, a la existencia de movimientos es-

peculativos. Sin embargo, cuando a *medio plazo* la influencia de los movimientos especulativos se difumina, la evolución del tipo de cambio debe responder a la situación que registra la balanza de pagos tanto en su vertiente comercial como financiera.

En conclusión, en condiciones de especulación contenida y no intervención de la autoridad monetaria, cuanto menor sea el desequilibrio de la balanza de pagos mayor será la estabilidad del tipo de cambio y la fluidez de las transacciones exteriores.

Diferentes tipos de cambio

Tipo de cambio directo e indirecto

En la cotización entre dos monedas se considera *divisa base* la que se cotiza en unidades; la otra es la *divisa de referencia*. Los operadores mencionan primero la divisa base. Por ejemplo, en la cotización $1 \text{ €} = 1,520$ francos suizos, la divisa base es el euro y la de referencia el franco suizo. A partir de ahí existen dos formas posibles de expresar el tipo de cambio en el precio de cualquier divisa:

TC directo → La cotización *directa* expresa el tipo de cambio de la moneda extranjera en moneda nacional. Por ejemplo: $1 \$ = 0,75 \text{ €}$.

En este caso se toma como divisa de base el dólar, y el euro es la de referencia.

TC indirecto → La cotización *indirecta* expresa el tipo de cambio de la moneda nacional en términos de moneda extranjera. Por ejemplo: $1 \text{ €} = 1,34 \$$.

En este caso se toma como divisa de base el euro, y el dólar es la de referencia.

Atendiendo a la lógica de mercado se utiliza la cotización directa. Es decir, se toma como moneda de base la divisa extranjera que es objeto de transacción en el mercado y sobre la que se desea conocer el precio en moneda nacional. Desde esta perspectiva, un aumento de tipo de cambio, es decir, un aumento del precio de una divisa en moneda nacional, se califica de *depreciación*. Por el contrario, una disminución del tipo de cambio se denomina *apreciación*. Por ejemplo:

t_0	$1 \$ = 0,7500 \text{ €}$	↓	El dólar se apreció respecto al euro. Con un dólar se compran más euros.
t_1	$1 \$ = 0,7620 \text{ €}$		

Pero es frecuente que en la información diaria sobre la evolución de los mercados de divisas se utilice como divisa base la moneda nacional, frente al resto de monedas que se consideran divisas de referencia; es decir, se utiliza la *cotización indirecta*. Desde esta perspectiva, una disminución del tipo de cambio, es decir, una disminución de las divisas que se pueden comprar con una unidad de moneda nacional, se califica

de depreciación. Por el contrario, un aumento del tipo de cambio significa una apreciación de la moneda nacional. Por ejemplo:

t_0	1 € = 1,340 \$	↓	El euro se depreció respecto al dólar. Con un euro se compran menos dólares.
t_1	1 € = 1,310 \$		

En conclusión, sea cual sea la forma de expresar el tipo de cambio, la interpretación de las variaciones del tipo de cambio es única. Así, una depreciación del euro respecto al dólar significa que se pagan más euros por dólar, y lo contrario en caso de apreciación.

ΔTC directo = ∇TC indirecto → Depreciación de la moneda nacional
 ∇TC directo = ΔTC indirecto → Apreciación de la moneda nacional

Tipos de cambio de compra y venta

La participación de los bancos en los mercados de divisas no es gratuita. El margen de beneficios que obtienen por su labor de intermediarios se obtiene a partir del diferencial entre el precio de compra y venta de las divisas, y cuenta tanto en las operaciones entre los hacendados de mercado y bancos menores como entre éstos y sus clientes.

Cuando una empresa quiere cerrar una transacción con divisas y solicita información a un operador bancario, éste siempre menciona la divisa base y la de referencia seguida de los precios de compraventa. Por ejemplo, cuando el operador anuncia «dólar-euro a 1,533/1,540» quiere decir que está dispuesto a comprar dólares contra euros al precio más bajo y venderlos al más alto de los indicados. En realidad ni siquiera se mencionan las cifras enteras, sólo las dos últimas «dólar-euro a 33/40», y con esa información el cliente puede cerrar la operación o seguir consultando otros bancos para obtener el mejor precio.

Tipo de cambio indicativo del mercado

Al tratarse de un mercado mundial que funciona las 24 horas del día es difícil obtener el último tipo de cambio del día, al igual que ocurre con el resto de los mercados financieros. La información que se utiliza como tipo de *cambio indicativo* de la jornada no es más que una aproximación basada en un *promedio* relativamente amplio de tipos de cambios al que se han cerrado operaciones hasta una hora concreta del país que utiliza la información. En nuestro caso, las 18:00 horas.

Tipos de cambio cruzados

La mayoría de las operaciones internacionales se llevan a cabo en dólares y en euros. Por ello los operadores bancarios utilizan con preferencia estas monedas como divisa base para referirse a la cotización de las restantes divisas del mercado. A partir de ahí pueden obtenerse, de forma indirecta, tipos de cambio entre dos o más monedas

a través del dólar o el euro. Por ejemplo, si queremos calcular el tipo de cambio franco suizo/rands sudafricanos a partir del tipo de cambio de ambas monedas:

$$13,500 \text{ rands sudafricanos} = 1 \text{ €}$$

$$1,520 \text{ francos suizos} = 1 \text{ €}$$

$$1 \text{ franco suizo} = 13,500/1,520 = 8,881 \text{ rands sudafricanos}$$

La obtención de tipos de cambio cruzados es sencilla cuando se parte de tipos únicos, pero en la práctica hay que tener en cuenta que los movimientos cruzados de divisas implican tener en cuenta dos precios —tipo de cambio de *compra* y *de venta*—. Por tanto, cuando un agente desea cerrar una operación cruzada a través de un banco deberá tener en cuenta las diferencias de precio en función de su papel como comprador y vendedor.

Por ejemplo, cualquier empresa que desee cambiar dólares por yenes japoneses en un banco europeo podrá hacerlo con una operación cruzada a través del euro, pero teniendo en cuenta los precios de compra-venta que aplica el banco.

$$\text{\$ US} \rightarrow \text{€} \rightarrow \text{¥ japonés}$$

la empresa vende \\$ y compra €...

el banco compra \\$ al *TC* de compra...

la empresa vende € euros y compra ¥...

el banco vende ¥ a *TC* de venta...

el tipo de cambio $\text{\$/¥}$ que realmente va a pagar el cliente por esa operación será:

$$TC \text{ cruzado } \text{\$/¥} = TC \text{ de compra } \text{\$/€} : TC \text{ de venta } \text{€/¥}$$

EJEMPLO 1

Una empresa residente que ha obtenido \\$ US por una operación de exportación, solicita ¥ a un banco de la Unión Europea para pagar una importación de bienes de Japón.

Calcular el tipo de cambio de compra-venta de ¥/\\$ que deberá pagar por la operación, teniendo en cuenta la siguiente información:

	Tipos de cambio en €	
	Comprador	Vendedor
\\$ US	92,25	92,32
¥ japonés	0,7634	0,7639

Cuando el banco compra \\$ y vende ¥... a través de €:

$$TC \text{ compra } (\text{\$/€}) : TC \text{ venta } (\text{¥/€}) = 92,25/0,7639$$

$$1 \$ = 120,76 ¥$$

Cuando el banco vende \\$ y compra ¥... a través de €:

$$TC \text{ venta } (\text{\$/€}) : TC \text{ compra } (\text{¥/€}) = 92,32/0,7634$$

$$1 \$ = 120,93 ¥$$

Tipos de cambio para billetes

Los billetes no son objeto de negociación en los mercados de divisas. Las operaciones se establecen entre los agentes que utilizan billetes, casi exclusivamente por razones de turismo y viajes, y entidades bancarias y casas de cambio. El tipo de cambio se obtiene a partir de los tipos de cambio indicativos de las divisas, aplicando un margen comercial de transacción muy superior al que se aplica a las divisas en el mercado mayorista. Aunque los márgenes comerciales y comisiones que se aplican a los billetes están regulados por la autoridad monetaria, no siempre coinciden con el precio al que se cierra la transacción: un banco no puede vender divisas a un precio superior al tipo oficial de venta, pero nada impide que lo haga por debajo.

El riesgo cambiario

Como en tantos otros mercados financieros, en las operaciones con divisas los agentes económicos pueden optar por concluir acuerdos de compraventa de divisas al contado o a futuros a fin de cubrirse de riesgos derivados de la apreciación o depreciación de la moneda o, simplemente, para especular.

Mercado de divisas al contado (spot market)

Este mercado hace referencia a operaciones de compraventa de divisas en las que se permite un *plazo máximo de dos días* para su entrega a cambio de moneda nacional. Por ejemplo, cualquier agente que necesite divisas podrá concluir hoy, al tipo de cambio del día, un contrato de compra de divisas al contado con una entidad financiera. Ambos disponen de hasta dos días para realizar la transacción de divisas por moneda nacional, respetándose el tipo de cambio del momento de la firma del contrato.

Mercado de divisas a futuros o a plazo (forward market)

Hace referencia a operaciones de compraventa de divisas para entrega futura a cambio de moneda nacional. Por lo general, el plazo de entrega oscila entre *uno y seis meses*. La existencia de este mercado permite que cualquier agente que vaya a necesitar divisas en el futuro pueda *concluir hoy* un contrato de compra de divisas a plazos con una entidad financiera, a un tipo de cambio determinado en función del plazo y las *expectativas* de evolución futura de tipo de cambio al contado. El cambio de divisas por moneda nacional se llevará a cabo en el plazo y tipo de cambio del acuerdo.

En comercio exterior es frecuente que transcurran períodos relativamente largos desde que se acuerda la operación hasta que se paga y, por tanto, alteraciones no previstas del tipo de cambio pueden suponer pérdidas importantes. Los mercados de cambios a futuros son una de las alternativas que se ofrece a los agentes que operan con divisas para defenderse del *riesgo cambiario*, es decir, para reducir el riesgo de

pérdidas por depreciación o apreciación no prevista del tipo de cambio. Las operaciones de divisas a futuros se establecen libremente entre entidades de la banca delegada y entre éstas y sus clientes; cada entidad es libre de fijar los tipos que considere convenientes según el plazo y riesgo que comporte la operación con el cliente. El valor que adquiera el tipo de cambio a futuros dependerá de las expectativas de evolución del tipo de cambio al contado.

Ante *expectativas de depreciación* de la moneda nacional, los *importadores* tratarán de comprar hoy las divisas que necesitarán en el futuro y estarán dispuestos a pagar un tipo de cambio mayor que el de contado, siempre que con ello reduzcan el riesgo de pérdidas por depreciación. Los bancos estarán dispuestos a vender divisas a futuros siempre que, a pesar del riesgo cambiario, el tipo de cambio acordado sea lo suficiente elevado como para aportarle beneficios. Por tanto, ante expectativas de depreciación de la moneda nacional, el tipo a futuros tiende a ser mayor que el tipo al contado.

$$\text{Ante expectativas de depreciación} \rightarrow TC < TCF$$

Ante *expectativas de apreciación* de la moneda nacional, los *exportadores* tratarán de vender hoy las divisas que esperan obtener en el futuro, y estarán dispuestos a cobrar por ellas un precio menor que el de contado, con tal de que ese precio cubra parte del riesgo de pérdidas que para él supone la apreciación. Los bancos estarán dispuestos a comprar esas divisas a futuros siempre que el acuerdo implique un tipo de cambio a futuros menor que el de contado y en cuantía suficiente para que, a pesar del riesgo cambiario, obtengan beneficios. Por tanto, ante expectativas de apreciación de la moneda nacional, el tipo de cambio a futuros tiende a ser menor que el tipo de cambio al contado.

$$\text{Ante expectativas de apreciación} \rightarrow TC > TCF$$

La diferencia entre el tipo de cambio al contado y el tipo de cambio a futuros en un momento determinado viene a ser el *coste de cobertura del riesgo* de pérdidas por alteración del tipo de cambio, es decir, lo que los agentes que operan con divisas están dispuestos a pagar para reducir el riesgo por alteración del tipo de cambio.

Según el sentido que adquiera en un momento el riesgo cambiario se habla de cotización con *premio* o cotización con *descuento* de la moneda nacional, de forma que:

$$\begin{array}{l} \text{Expectativas} \\ \text{de depreciación} \end{array} \rightarrow TC < TCF \rightarrow \text{Moneda nacional cotiza con} \\ \text{descuento (divisa con premio)}$$

$$\begin{array}{l} \text{Expectativas} \\ \text{de apreciación} \end{array} \rightarrow TC > TCF \rightarrow \text{Moneda nacional cotiza con} \\ \text{premio (divisa con descuento)}$$

El descuento o premio de las divisas suele expresarse en porcentajes. Por ejemplo, si el tipo de cambio al contado del euro frente al dólar es 1,200 y el tipo de cambio a futuros es 1,320, se dice que el euro cotiza con un descuento del 10 por 100.

$$\text{Tasa de premio/descuento (\%)} = (TC - TCF)100/TC = -10 \text{ por } 100$$

EJEMPLO 2

Conociendo la siguiente información sobre el mercado de divisas de un país:

	Cotización al contado de la moneda del país frente:			Cotización a plazos del dólar US (%)	
	Euro	Yen	Dólar US	A 1 mes	A 6 meses
Enero	76,8	118,2	126,9	8,84	7,17
Febrero	78,4	124,9	134,4	9,62	7,31
Marzo	80,5	133,4	130,6	7,47	6,49

Se pide:

1. Determinar el porcentaje de apreciación o depreciación nominal de la moneda nacional frente al yen japonés, durante el mes de marzo.

$$\% \Delta TC (\text{Yen}) = \{(133,4/124,9) - 1\} 100 = 6,81 \text{ por } 100$$

2. Determinar el tipo de cambio a plazo a 6 meses del \$ para el mes de marzo. En el transcurso de ese mes, ¿aumentó o disminuyó el descuento de la moneda nacional?

$$TCF = TC (1 \pm \text{Tasa de premio o descuento})$$

$$TCF \text{ febrero} = 134,4 \times 1,0731 = 144,2$$

$$TCF \text{ marzo} = 130,6 \times 1,0649 = 139,1$$

Disminuye el descuento.

3.3.3. El tipo de cambio del euro y la economía española

La adaptación definitiva al euro se produce en enero del año 2002, pero su existencia como divisa cotizable en los mercados de cambios mundiales se inicia en enero de 1999, fecha en la que culmina la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Desde entonces, la evolución del tipo de cambio del euro-dólar ha sido objeto de especial atención por los analistas, que buscan en esa evolución un indicador de la situación relativa de las dos áreas económicas más importantes del mundo. La tarea no es fácil porque los mercados de divisas tienen un alto componente especulativo, son muy sensibles a los cambios de expectativas y tienden a sobrerreaccionar en su evolución a corto plazo. Las razones económicas fundamentales que subyacen en la evolución de una divisa sólo se manifiestan una vez que, con el paso del tiempo, se difuminan los factores excepcionales o extraeconómicos que determinaron su cotización a corto plazo.

Hasta el momento actual, en la evolución del tipo de cambio del euro-dólar pueden diferenciarse dos etapas más o menos claras:

Depreciación del euro desde su creación hasta la consolidación como divisa fuerte

La moneda europea hubo de pasar por un largo período de adaptación antes de ganarse la *confianza y credibilidad* de los agentes económicos frente a una moneda consolidada como el dólar norteamericano y aceptada durante muchos años como la divisa por excelencia. Durante los años siguientes a su creación el euro se mantuvo como una moneda virtual que no circulaba, y sólo podía utilizarse como medio de pago mediante transferencias y otros instrumentos financieros. Además, la institución encargada de su creación y gestión —el Banco Central Europeo— carecía de la experiencia y el poder de la Reserva Federal americana, y los intermediarios financieros ralentizaron el ajuste de sus carteras a una moneda cuya aceptación por los consumidores era todavía una incógnita.

Los factores de carácter más económico también jugaron su papel en la depreciación de la moneda europea: el mito de la llamada nueva economía basada en el desarrollo de la telecomunicaciones favoreció la demanda de dólares y el trasvase de los capitales internacionales hacia la economía norteamericana en busca de una hipotética rentabilidad que, finalmente, acabó en pérdidas importantes. Mientras duró esa *burbuja financiera* se produjo un trasvase masivo de la inversión desde los mercados europeos hacia los norteamericanos, con el correspondiente aumento del precio del dólar frente a la nueva moneda europea, de modo que el euro llegó a sufrir una depreciación superior al 25 por 100 respecto a la cotización fijada en el momento de su creación.

Fuerte apreciación del euro hasta la crisis financiera internacional

Superada la fase anterior, la cotización del euro cambia de tendencia, y a partir de 2003 se inicia una etapa de apreciación respecto al dólar que, con más o menos altibajos, se prolonga hasta la reciente crisis financiera internacional. La ralentización de la economía norteamericana y, sobre todo, el enorme crecimiento del déficit presupuestario para financiar sus guerras, acaban por decidir a los inversores europeos a deshacer sus inversiones en dólares y transformarlas en euros. De forma paralela, aunque la situación económica europea no termina de despegar, la moneda europea va ganando credibilidad a partir del éxito de la introducción definitiva. El anuncio de numerosos países —entre ellos China y Rusia— de aumentar sus reservas en euros en detrimento del dólar ayudó a mejorar esa confianza en la moneda europea, que se mantiene sistemáticamente por encima de la paridad con el dólar.

Las turbulencias financieras derivadas de la reciente crisis internacional, la ralentización del crecimiento de las economías europeas y el recorte en diferenciales de interés parecen apuntar a un nuevo cambio de tendencia hacia la depreciación del euro. ¿Se trata de una tendencia estable? Habrá que observar el desarrollo de los acontecimientos. No obstante, mientras el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos norteamericana no cese de incrementarse, y no se recuperen flujos de inversión estables hacia los mercados financieros americanos, es más que probable que el dólar se mantenga en situación de inestabilidad frente al euro. Pero al margen de coyunturas

queda una evidencia: el euro ya es una moneda importante que compite con el dólar como moneda de cambio en las transacciones comerciales y financieras internacionales, y merece la confianza de los mercados mundiales como moneda de reserva estable dentro de los límites razonables de fluctuación.

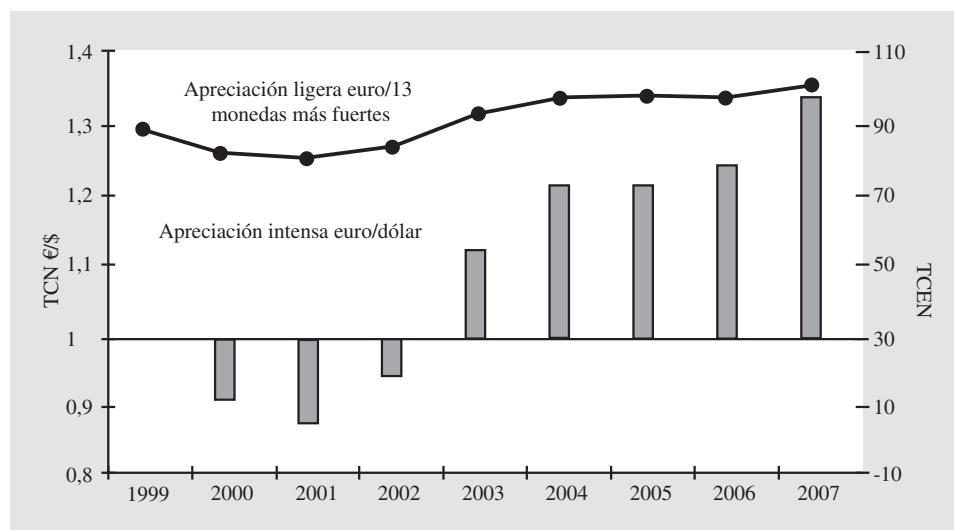


Figura 3.6. Tipo de cambio efectivo nominal del euro (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

¿Hasta qué punto las oscilaciones del tipo de cambio euro/dólar pueden afectar al *comercio exterior español* y limitar el crecimiento de nuestra economía? Dada la importancia del sector exterior en la demanda agregada española, una excesiva *depreciación* del euro podría encarecer nuestras importaciones en dólares y presionar nuestra ya elevada tasa de inflación; por el contrario, una excesiva *apreciación* del euro podría afectar a nuestras exportaciones y con ellas a uno de los principales motores de crecimiento económico y de empleo. Sobre esta cuestión debemos hacer algunas precisiones:

- En primer lugar, los intercambios comerciales entre los países de la Unión Europea están denominados y se liquidan en euros, con lo que desaparece la necesidad de disponer de dólares para pagar las importaciones procedentes de esos países. Teniendo en cuenta que más del 60 por 100 de las importaciones españolas proceden de los países del área euro, la existencia de la moneda única ha reducido sustancialmente el posible impacto de una *depreciación excesiva* del euro sobre nuestras compras al exterior. Queda pendiente la factura

energética que todavía se liquida en dólares, que puede resultar inflacionista en caso de una apreciación importante y mantenida en el tiempo de la moneda americana.

- La proporción de exportaciones vulnerables a una *apreciación excesiva* del euro es todavía menor. Casi dos terceras partes de nuestras ventas al exterior tienen como destino los países de la Unión Europea y, por tanto, no se ven afectadas por la evolución del tipo de cambio con el dólar. Esto no quiere decir que el comercio español con la Unión Europea esté completamente aislado de la cotización del euro respecto a terceras monedas, puesto que la apreciación del euro (depreciación del dólar) abarata las mercancías que compiten con las españolas en los mercados europeos. En cualquier caso, nuestras exportaciones ofrecen, según algunas estimaciones, una elasticidad respecto al tipo de cambio en torno a un 0,6 por 100; esto significa que una apreciación permanente del euro del 10 por 100 reduciría nuestras exportaciones un 6 por 100, y como la proporción de comercio exterior destinado al resto del mundo es apenas de un tercio, el máximo impacto que podríamos esperar es una reducción de las exportaciones de dos puntos. La amenaza de una apreciación sobre nuestras exportaciones es, por tanto, limitada.

En definitiva, la potencial restricción del sector exterior al crecimiento de la economía española ha perdido importancia con la puesta en marcha de la moneda única europea. Por el contrario, el euro se ha convertido en un factor impulsor del comercio exterior y la actividad económica, porque, además de acabar con la incertidumbre de las variaciones del tipo de cambio y sus efectos sobre una parte importante de nuestro comercio, ha eliminado los costes de transacción de operaciones financieras, los tipos de interés son más estables y la confianza de los agentes económicos en la estabilidad económica es mayor.

3.4. COMERCIO EXTERIOR Y COMPETITIVIDAD

3.4.1. Concepto e indicadores de competitividad

Desde una perspectiva general, se entiende por competitividad la capacidad de aumentar las cuotas de exportación de una economía en los mercados internacionales. Es un concepto relativo que se establece siempre en comparación con otro país o empresa que actúa en el mismo mercado. Es decir, si un país consigue reducir el precio de sus exportaciones, pero los países con los que compite reducen sus precios en mayor cuantía, no puede hablarse de mejora de competitividad para el primero sino todo lo contrario.

En la práctica no existe unanimidad a la hora de elegir los indicadores más adecuados para medir la competitividad y sus cambios. Son muchos los factores que in-

tervienen en su determinación, unos de carácter más macroeconómico, como la inflación, el tipo de cambio, los costes de producción e incluso los aspectos fiscales e institucionales del país, y otros de carácter más microeconómico, como la capacidad de innovación de las empresas, la calidad de los productos, el control de los canales de comercialización, etc. Los indicadores más frecuentes pueden agruparse en: indicadores de competitividad precios-costes e indicadores estructurales.

Indicadores de competitividad precios-costes

Tipo de cambio efectivo nominal y real

La evolución del tipo de cambio nominal condiciona el valor de las transacciones entre países con distinta moneda, pero no es suficiente para analizar la evolución de la competitividad de una economía respecto al exterior. Es necesario considerar el comportamiento del nivel de precios respecto a los de los competidores.

P = índice de precios del país considerado.

P^* = índice de precios del país con el que se compete.

TC = tipo de cambio nominal de las monedas respectivas.

$$TCR = (P^* TC)/P$$

$\Delta TCR \rightarrow$ Depreciación moneda nacional y/ o reducción de la inflación frente al exterior. $\rightarrow$ Mejora competitividad

$\nabla TCR \rightarrow$ Apreciación moneda nacional y/ o aumento de la inflación frente al exterior. $\rightarrow$ Empeora competitividad

A la hora de calcular este indicador se plantean diversas alternativas sobre el *índice de precios* a utilizar. Parece lógico que, en principio, se elijan precios de bienes relacionados con el comercio exterior, es decir, de exportaciones e importaciones. No obstante, a nivel agregado se utiliza con frecuencia el índice de precios al consumo por razones de homogeneidad con las áreas económicas objeto de comparación y por su carácter general.

La utilización de tipos de cambio real sólo entre dos monedas tiene una validez limitada cuando se pretende analizar los cambios de competitividad de un país respecto a un área económica con diferentes monedas. En ese caso es necesario contar con el tipo de cambio del conjunto de monedas del área de referencia y con el volumen de intercambios que se lleven a cabo con las mismas.

Para recoger esas situaciones se elaboran indicadores de *tipo de cambio efectivo nominal* como media ponderada del conjunto de tipos de cambio de las monedas con-

sideradas en función de la importancia de cada una en el comercio del país que establece el tipo.

$$TCE_j = TC \text{ yen } Y + TC \text{ franco suizo } FRS + TC \text{ rublo } RB + \dots = \sum_{i=1}^n TC_i d_i$$

La ponderación asignada a cada moneda es $Y + FRS + RB + \dots = 1$

j = países considerados.

n = número de monedas consideradas.

d_i = peso asignado a la moneda i .

Si, además, se tienen en cuenta los diferenciales de precios con las áreas económicas de referencia, se obtienen indicadores de *tipo de cambio efectivo real* cuya interpretación es semejante a la comentada para el tipo de cambio real.

$$TCER = (P^* TCE)/P$$

$\Delta TCER \rightarrow$ Mejora competitividad.

$\nabla TCER \rightarrow$ Empeora competitividad.

Medir la competitividad a partir de un índice de precios general para el conjunto de la economía tiene limitaciones. Con frecuencia, el precio de los bienes y servicios exportables crece menos que los que no están sometidos a la competencia del exterior; sin embargo, son estos últimos los que presionan el índice general de precios. Es decir, una tasa de inflación elevada puede ocultar la existencia de factores exportadores competitivos.

Tipos de cambio, precios y hamburguesas

Las diferencias de precios entre países influyen en sus flujos comerciales, y éstos en el tipo de cambio de las respectivas monedas. Este principio sustenta la vieja teoría de la paridad de poder adquisitivo (*PPA*) —nunca contrastada por razones diversas—, que sirve de base para elaborar indicadores intuitivos de la adecuación o no del nivel de precios al tipo de cambio de las distintas monedas.

Uno de los indicadores más populares es el elaborado por la revista *The Economist* como medida de depreciación o apreciación de distintas monedas respecto al dólar norteamericano. Se calcula la paridad de poder de compra de cada país comparando el precio de la famosa hamburguesa *big-mac* en moneda nacional con el precio en dólares de la hamburguesa en Estados Unidos.

P_{bm} = Precio del *big mac* en moneda nacional del país de referencia.

P^*_{bm} = Precio del *big mac* en dólares en Estados Unidos.

TCN = Tipo de cambio nominal respecto al dólar.

$$PPA_{bm} = P(\text{€})_{bm} / P^*(\$)_{bm}$$

El indicador para valorar el tipo de cambio de cada moneda respecto al dólar se obtiene por *diferencia entre la PPA y el tipo de cambio nominal* de cada moneda respecto al dólar, medida en tanto por 100, de modo que:

$$\text{Índice } BMc = \{(PPA_{bm} / TCN) - 1\} 100$$

$BMc > 0 \rightarrow$ Moneda nacional *sobrevalorada* respecto al dólar.

$BMc < 0 \rightarrow$ Moneda nacional *infravalorada* respecto al dólar.

Las conclusiones de este índice deben tomarse con precaución por razones que veremos en su momento. No obstante, parece que cuando se compara este indicador con otros más elaborados, los resultados no son muy diferentes al menos en el sentido de la valoración.

Competitividad costes laborales

Como en otras ocasiones, cuando se hace referencia a la competitividad en términos de costes de producción se está haciendo referencia a los costes laborales, de modo que:

CLU = Índice de costes laborales unitarios del país considerado.

CLU* = Índice de costes laborales unitarios del conjunto de países tomados como referencia.

TC = Tipo de cambio nominal de la moneda del país o área considerada.

$$TCRclu = (CLU^* TC) / CLU$$

La interpretación es semejante al caso anterior, sólo que en este caso:

$\Delta TCRclu \rightarrow$ Depreciación moneda y/o crecimiento de costes menor que en el exterior $\rightarrow$ Mejora competitividad

$\nabla TCRclu \rightarrow$ Apreciación moneda y/o crecimiento de costes mayor que en el exterior $\rightarrow$ Empeora competitividad

A pesar de lo extendido de este concepto entre los analistas económicos, debemos recordar que se trata de un indicador limitado porque los costes laborales son sólo una parte de los costes de producción —financieros, materias primas y energía, depreciación equipo productivo, impuestos, etc.—, cuya evolución habrá que considerar para

un diagnóstico más preciso de la ganancia o pérdida de competitividad de costes de la economía.

EJEMPLO 1

A partir de los siguientes indicadores de una economía respecto al exterior:

	<i>TC</i>	Precios relativos ¹	Costes laborales relativos ²
Trimestre I	94,2	103,5	111,9
II	94,5	104,0	113,7
III	94,8	104,8	113,7
IV	93,0	105,3	112,6

¹ Precios del país respecto a la UE (P^*/P).

² Costes laborales del país respecto a UE (CL^*/CL).

Determinar el porcentaje de *ganancia o pérdida de competitividad*, en términos de precios y costes laborales, en los períodos indicados.

Debemos elaborar los correspondientes *índices* de competitividad de precios y costes laborales, en términos de *TCR*, para los trimestres que se citan.

Y, a partir de esos índices, calcular la tasa de variación porcentual:

$$\text{Índice } TCR \text{ precios} = \{(P^* TC)/P\}/100$$

$$\text{Índice } TCRclu = \{(CLU^* TC)/CLU\}/100$$

	Índice <i>TCR</i> precios	%Δ	Índice <i>TCRclu</i>	%Δ
Trimestre I	97,5	—	105,4	—
II	98,3	0,8	107,4	1,9
III	99,3	1,0	107,8	0,4
IV	97,9	-1,4	104,7	-2,9

En ambos casos el país pierde competitividad en el cuarto trimestre, siendo más intensa en términos de costes laborales unitarios.

Indicadores de competitividad estructural

Grado de cobertura y apertura comercial

En los análisis comparados de comercio exterior y competitividad es habitual comenzar con estos índices sencillos, cuya información es fácil de recabar. Son un marco de referencia para analizar la competitividad exterior con indicadores más precisos.

El *índice de cobertura* informa sobre las exportaciones de un país como porcentaje de sus importaciones. Proporciona la misma información que el saldo neto exterior, pero al expresarse en términos porcentuales en lugar de como saldo, facilita las comparaciones internacionales.

$$IC = X/M$$

$IC = 1 \rightarrow$ Los ingresos por las exportaciones *cubren* exactamente los pagos por importaciones. $SNE = 0$

$IC < 1 \rightarrow$ Ingresos por exportaciones *insuficientes* para cubrir los pagos por importaciones. $SNE < 0$

$IC > 1 \rightarrow$ Ingresos por exportaciones *superan* el pago por importaciones. $SNE > 0$

El *índice de apertura*, por otra parte, informa sobre el grado de apertura de la economía al comercio internacional. Es el resultado de expresar la suma de las exportaciones y las importaciones de un país como porcentaje de su *PIB*.

$$IA = (X + M)/PIB$$

El índice de apertura tiende a ser mayor en países pequeños y poco diversificados sectorialmente, aunque también influyen en él medidas de política comercial proteccionistas como la utilización de barreras arancelarias, restricción a las importaciones mediante normas sanitarias, normas técnicas o según el origen de las mismas.

Cuotas de exportación

La cuota de exportación (*CX*) es un indicador más preciso que los anteriores. Se define como el cociente entre la exportación de un país y la demanda del mercado internacional. Mide la importancia relativa de un país como proveedor de determinados bienes o servicios en el mercado internacional. Es un indicador *ex post* de la competitividad de un país en cuya evolución influyen no sólo el comportamiento de los precios, los costes de producción y el tipo de cambio, sino también otros factores de carácter más estructural relacionados con la especialización del país y su habilidad para penetrar en los mercados internacionales mediante la diferenciación del producto.

$$CX = (X_i/M^*_i) 100$$

X_i = Exportaciones de bienes de tipo *i* del país considerado.

M^*_i = Importaciones de bienes de tipo *i* del mercado internacional de referencia.

La evolución de la cuota de exportación puede interpretarse como indicador de competitividad si se supone que:

$\Delta CX_i \rightarrow$ Se gana cuota de mercado = mejora competitividad

$\nabla CX_i \rightarrow$ Se pierde cuota de mercado = empeora competitividad

Es necesario distinguir entre exportaciones y cuota de mercado de exportaciones. Un aumento de las exportaciones puede no reflejar una ganancia de cuota de mercado (ganancia de competitividad), sino que puede tener su origen simplemente en un aumento de la demanda internacional de la que se benefician todos los países.

Ventaja comparativa revelada

Expresa la importancia del saldo comercial del sector i respecto al comercio total de dicho sector. Es decir, el índice de ventaja comparativa revelada (VCR) refleja el déficit o superávit como proporción del comercio total de ese mismo tipo de bienes en un período.

$$VCR_i = \{(X_i - M_i)/(X_i + M_i)\} 100$$

X_i = exportaciones del sector i

M_i = importaciones del sector i

$VCR_i > 0 \rightarrow$ El país tiene ventaja comparativa en bienes del tipo i respecto al exterior.

$VCR_i < 0 \rightarrow$ El país tiene desventaja comparativa en bienes de tipo i respecto al exterior.

La evolución de los índices de ventaja comparativa puede interpretarse —con reservas— como un indicador de competitividad si se supone que:

$\Delta VCR_i \rightarrow$ Mejora de competitividad relativa del sector i respecto al total.

$\nabla VCR_i \rightarrow$ Pérdida de competitividad relativa del sector i respecto al total.

Como en el caso anterior, conviene tener cuidado con la interpretación del indicador. Por ejemplo, en una economía dependiente de energía del exterior no puede hablarse de pérdida de competitividad cuando registra un aumento de las importaciones de crudo y disminuye el indicador de ventaja comparativa de ese sector. No se compete con bienes de los que se carece.

EJEMPLO 2

A partir de los siguientes indicadores de una economía respecto al exterior:

	País A		País B	
	Año 1	Año 2	Año 1	Año 2
Bienes de consumo:				
Exportaciones	38	109	28	91
Importaciones	24	137	63	114

	País A		País B	
	Año 1	Año 2	Año 1	Año 2
Bienes de capital:				
Exportaciones	48	118	2	4
Importaciones	2	13	55	156
Bienes intermedios:				
Exportaciones	86	175	23	38
Importaciones	222	250	57	170
Total:				
Exportaciones	172	402	53	133
Importaciones	248	400	174	440

Calcular los cambios en la ventaja comparativa del país B en bienes de consumo.

$$VCR_i = \{(X_i - M_i)/(X_i + M_i)\} 100$$

$$VCR(1) = \{(28 - 63)/(28 + 63)\} 100 = -38,5$$

$$VCR(2) = \{(91 - 114)/(91 + 114)\} 100 = -11,2$$

Tiene desventaja comparativa, pero «mejora» en el año 2.

Especialización comercial

La competitividad precios-costes es un factor determinante del comportamiento de las exportaciones, pero en determinados mercados de bienes maduros las posibilidades de competir en precios-costes con países emergentes son cada vez más reducidas. Las ganancias de competitividad pasan por desarrollar estrategias que permitan la *diferenciación del producto* respecto a los de los posibles competidores.

Los indicadores de especialización comercial son una aproximación a la medida de diferenciación de productos. Miden la presencia de determinado tipo de bienes en las exportaciones totales de un país en comparación con el mercado de referencia.

$$IEC = \{(X_i/X)/(X_i^*/X^*)\} 100$$

$IEC_i > 100$ País considerado más especializado en i que el mercado de referencia.

$IEC_i < 100$ País considerado menos especializado en i que el mercado de referencia.

X_i = Exportaciones del sector i del país considerado.

X = Exportaciones totales del país considerado.

X_i^* = Exportaciones del sector i del mercado o país de referencia.

X^* = Exportaciones totales del mercado o país de referencia.

Por otra parte, la *especialización tecnológica* es uno de los factores de competitividad que permite ganar cuota de mercado a base de aumentar la capacidad de innovar para satisfacer la demanda de los mercados en rápido crecimiento o para aumentar la eficiencia y reducir los costes a medio plazo. Pero no resulta sencillo obtener indicadores homogéneos de intensidad tecnológica de exportaciones. La evolución del número de patentes o el gasto en investigación y desarrollo (I+D) son algunas de las variables para elaborar indicadores de especialización tecnológica.

EJEMPLO 3

A partir de la misma información sobre exportaciones e importaciones del ejemplo 1, Calcular:

- a) El grado de *especialización comercial* en bienes intermedios del país A respecto al país B, en el año 2.

$$IEC = \{ (X_i/X) / (X_i^*/X^*) \} 100$$

$$IEC (A) = \{ (175/402) / (38/133) \} 100 = (0,4353/0,2857) 100 = 152,3$$

El país A está más especializado en exportar bienes intermedios.

- b) El índice de *comercio intraindustrial* de bienes intermedios del país A en año 1.
¿Aumenta o disminuye este tipo de comercio?

$$ICI = \{ 1 - (|X_i - M_i| / (X_i + M_i)) \} 100$$

$$ICI (1) = \{ 1 - (136/308) \} 100 = 55,8$$

$$ICI (2) = \{ 1 - (75/425) \} 100 = 82,3 \quad \text{Aumenta el comercio intraindustrial}$$

Competitividad y comercio intra-empresa

Una parte importante del comercio internacional se canaliza a través de empresas multinacionales y, de ese flujo, otra parte importante son transacciones intra-empresa, es decir, entre filiales de la misma multinacional localizadas en países distintos. Es la consecuencia de un proceso de deslocalización total o parcial de la producción en distintos países donde los criterios de precios o costes no son los factores determinantes de buena parte de las exportaciones.

Una forma aproximada de detectar la presencia de este tipo de comercio que se establece al margen de criterios tradicionales de competitividad es el índice de Grubel y Lloyd, que mide el grado de coincidencia sectorial de exportaciones e importaciones.

$$ICI = \{ 1 - [(X_i - M_i) / (X_i + M_i)] \} 100 \quad \begin{array}{l} X_i = \text{exportaciones del sector } i \\ M_i = \text{importaciones del sector } i \end{array}$$

$$\text{Inter-industrial} \leftarrow 0 \leq ICI \leq 100 \rightarrow \text{intra-industrial}$$

Aun con estos indicadores, la medición del comercio intraempresa y su impacto sobre las cuotas de exportación no es fácil. Es importante diferenciar entre deslocalización *vertical* —las empresas multinacionales trasladan al país receptor sólo una parte del proceso productivo— y deslocalización *horizontal* cuando trasladan el proceso productivo completo al país anfitrión. Desde la perspectiva del país de la empresa matriz, la deslocalización vertical tendrá un impacto directo sobre la pérdida de exportaciones que no podrá achacarse a la falta de competitividad.

Por el contrario, la deslocalización horizontal puede tener un efecto positivo sobre las exportaciones en caso de que la producción generada por el país anfitrión vuelva al país de la empresa matriz, para desde allí exportar el producto final a los mercados internacionales. Si el producto deslocalizado se exporta directamente a los mercados internacionales desde el país receptor, el país de la empresa matriz verá reducir sus exportaciones. En ninguno de estos casos la competitividad precios-costes no habrá tenido algo que ver de forma directa.

3.4.2. Comercio exterior y competitividad de la economía española

A la cola de la competitividad en la Unión Europea

Hasta finales de la década de los noventa la presencia de productos españoles en los mercados mundiales registró un continuo crecimiento en consonancia con el proceso de apertura y liberalización que experimentó la economía española al amparo del ingreso en la Comunidad Europea. En ese período, los bajos niveles de precios en relación con los países de nuestro entorno y las devaluaciones de la peseta permitieron acumular importantes ganancias de competitividad-precios frente a nuestros socios comerciales, que se tradujeron en un creciente aumento de cuotas de exportación, particularmente en los mercados europeos. Las ventajas de localización y de costes de trabajo fueron aprovechadas por numerosas multinacionales, cuya estrategia comercial ayudó a estimular las exportaciones españolas de manufacturas, aunque las cuotas de exportación nunca alcanzaron el nivel que corresponde a nuestro país en relación al producto mundial, y todavía hoy quedan notablemente por debajo de otros países europeos como Alemania, Francia o Italia.

Esa tendencia cambió en el transcurso de la presente década. Hasta la actual crisis económica el saldo de la balanza comercial española registró un intenso deterioro debido a la creciente penetración de importaciones vinculadas al tirón de la demanda interna. Compramos fuera no sólo productos energéticos y bienes de inversión procedentes de la zona euro, sino también bienes de consumo relacionados con la industria del vestido, la electrónica y las nuevas tecnologías procedentes de China y otros países asiáticos emergentes, cuya presencia en nuestros mercados es cada vez mayor.

Por el lado de las ventas se registró un estancamiento en nuestras cuotas de exportación en los mercados mundiales debido a distintos factores, algunos de carácter transitorio, como la fuerte apreciación del euro, otros de naturaleza más estructural propios de la economía española, como es nuestro diferencial de inflación, y algunos otros vinculados a los cambios que se están produciendo en la relación de fuerzas que imperan en el comercio mundial. Lo anterior no significa que nuestras exportaciones no hayan crecido, sino que no lo han hecho en cantidad suficiente para aumentar las cuotas de exportación en función de la capacidad de demanda de esos mercados. Esto es evidente en los mercados latinoamericanos y los nuevos países comunitarios, que no acaban de hacer realidad su teórica capacidad de demanda de nuestros productos, pero, sobre todo, en los mercados asiáticos, donde nuestra presencia es poco menos que testimonial.

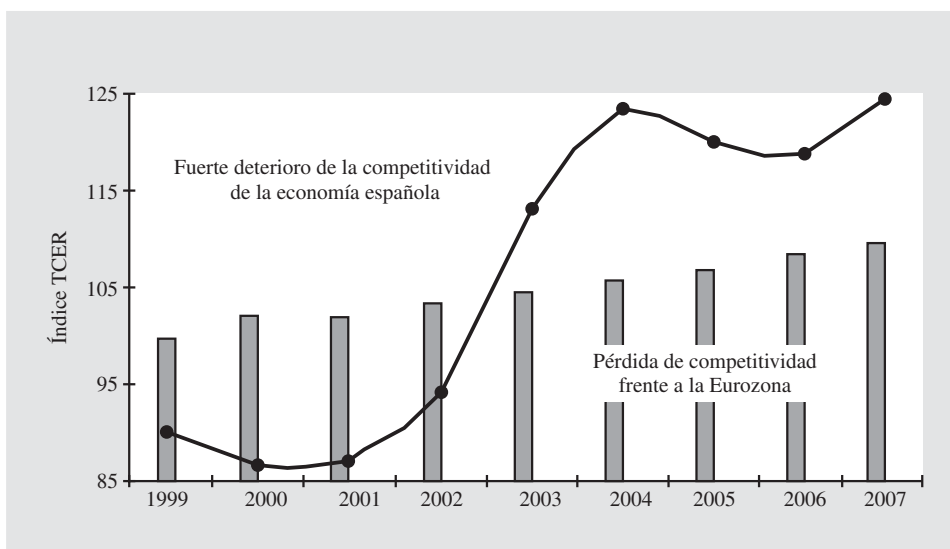


Figura 3.7. Competitividad-precios de la economía española (FUENTE: Banco de España. Elaboración propia).

En la actualidad nuestro país es el segundo menos competitivo de la Unión Europea, sólo por detrás de Portugal. Aunque es cierto que en los últimos años todos los países de la eurozona perdieron competitividad en los mercados mundiales debido a la apreciación del euro frente al dólar, nuestro país ha tenido un retroceso de la competitividad mayor que el del resto de los países, debido, además de al diferencial de precios, al lento avance de la productividad y de una importante desventaja tecnológica relativa que nos impide avanzar en la línea de las economías europeas más avanzadas.

Cambian las condiciones del mercado europeo

Las dos terceras partes de nuestras exportaciones se dirigen a países de la Unión Europea. Francia, Alemania y Reino Unido destacan como nuestros principales clientes. Esta elevada orientación de nuestras ventas hacia mercados europeos ofrece importantes ventajas en términos de estabilidad del tipo de cambio, pero, a la vez, comporta riesgos importantes por la dependencia de las exportaciones del futuro de esos mercados.

La demanda de nuestras exportaciones depende, entre otros factores, del nivel de actividad económica de nuestros clientes y del mantenimiento de niveles de competitividad de los precios adecuados a los productos exportables (frente a terceros países). Ninguno de esos factores ha jugado a nuestro favor en los últimos años. Por un lado, los principales países europeos han sufrido una larga fase de estancamiento del crecimiento de la actividad económica, y nuestras exportaciones se han resentido notablemente de esa desfavorable coyuntura. Por otro lado, la persistencia de un *diferencial de precios* frente a otras economías desarrolladas ha propiciado un continuo deterioro de la competitividad de nuestros precios nada favorable para estimular nuestras ventas al exterior.

La incorporación de los países del centro y este europeo a la Unión Europea también ha alterado las condiciones de competencia a las que se enfrentan las exportaciones españolas. Los nuevos países comunitarios constituyen mercados con un potencial de demanda elevado, a la vez que muestran una vocación exportadora que se apoya en la *deslocalización* total o parcial de la producción de grandes empresas multinacionales que tratan de aprovechar sus ventajas de costes para exportar a otros países. Viene a ser una estrategia comercial semejante a la utilizada en nuestro país tras la incorporación a la Unión Europea y que convirtió a la economía española en una potencia exportadora importante en determinados tipos de productos como el automóvil. Ahora esa misma estrategia está desplazando nuestra energía exportadora hacia los nuevos socios comunitarios.

La continua apreciación del euro no ha afectado a nuestro comercio con el resto de los países europeos, porque todos negociamos en la misma moneda, pero la competitividad de nuestras exportaciones se ha visto afectada por el constante *diferencial de inflación* que registra nuestra economía respecto a la media de los países comunitarios. Antes de la creación de la moneda única ese diferencial de precios no significó una amenaza importante, porque la tendencia a la depreciación de la peseta en unos casos y la devaluación directa en otros casos frenaron el deterioro de la competitividad en precios y costes. Un amortiguador que desapareció con la aceptación del euro como moneda nacional, al poner en evidencia la necesidad de controlar la inflación española para mantener o ganar nuevas cuotas de mercado. Ahora ya no es posible el manejo del tipo de cambio para compensar el diferencial de inflación y obtener ganancias de competitividad. Las ganancias de competitividad pasan por el mantenimiento de los costes de producción, la mejora en la calidad de nuestros bienes y servicios, y la buena gestión empresarial en el campo de la comercialización y distribución.

Además, si bien es cierto que la apreciación del euro no afecta de forma directa a nuestras exportaciones a los mercados europeos, sí lo hace de forma indirecta porque

refuerza la posición de terceros países que compiten en precios con los productos españoles en los propios mercados europeos. Aunque esta es una circunstancia coyuntural, en los últimos años ha favorecido la presencia de productos extracomunitarios que, una vez consolidada, resulta difícilmente reversible.

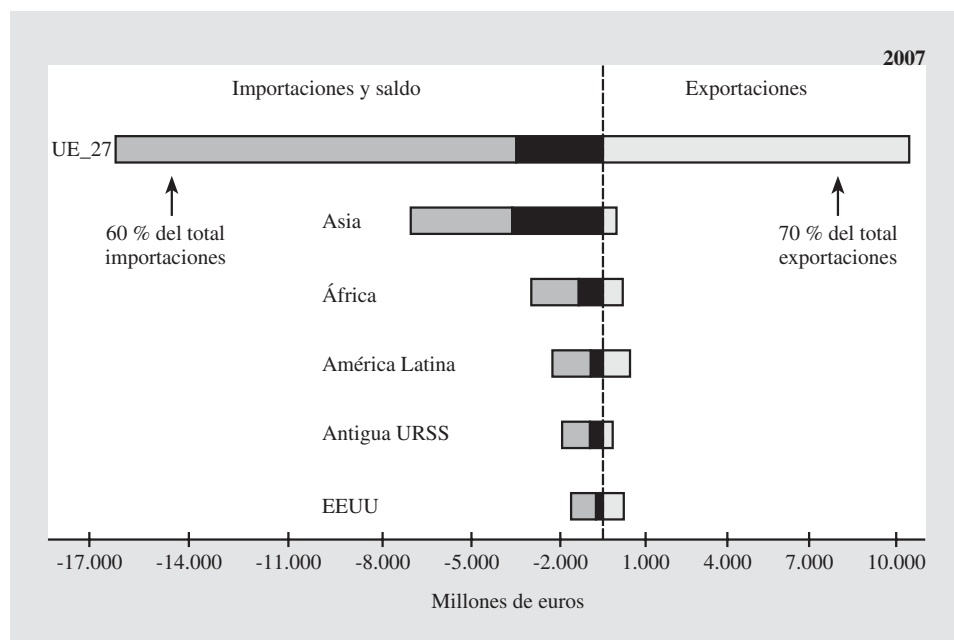


Figura 3.8. Nuestros mercados en el exterior (FUENTE: Ministerio de Economía. Elaboración propia).

Nuevos competidores en los mercados mundiales

Otro de los factores determinantes del descenso de las cuotas de exportación que ha registrado el comercio español, tanto en mercados europeos como en terceros países, se encuentra en la intensa irrupción de nuevos competidores en la escena internacional. Hablamos de países emergentes asiáticos, entre los que destaca por su elevada dimensión China. Con la progresiva incorporación de estos países a la Organización Mundial del Comercio se han endurecido las condiciones de competencia precios-costes de una amplia gama de bienes, que van desde los más intensivos en trabajo —textil y vestido— hasta los más intensivos en tecnologías de consumo, relacionados con equipos informáticos, el material electrónico o los vehículos a motor.

El retroceso de las cuotas de exportación se ha producido en aquellos sectores donde hasta hace unos años se centraba nuestro patrón de especialización comercial: automóviles, productos químicos intermedios y bienes de equipo en menor medida.

Todos ellos con un perfil de productos maduros, intensivos en trabajo cualificado y tecnología intermedia.

Las manufacturas de consumo intensivas en mano de obra poco cualificada y menor nivel tecnológico, como el calzado, el textil o el vestido, hace tiempo que dejaron de ser partidas relevantes de nuestras exportaciones. Por otra parte, la gama de bienes exportables que incorporan tecnología alta tienen un peso muy reducido dentro de nuestras ventas al exterior. Se trata, por tanto, de un perfil comercial de escasa diversificación sectorial, poco especializado, y vulnerable a la estrategia de empresas multinacionales.

En definitiva, en un contexto de creciente globalización, resulta cada vez más difícil diagnosticar la evolución de las exportaciones españolas en función de la evolución de la competitividad precios-costes o de las ganancias o pérdidas de cuotas de exportación en determinada gama de bienes en los mercados mundiales. Los resultados comerciales dependen de la capacidad de ofrecer en el mercado bienes claramente diferenciados y generados con criterios de máxima eficiencia para adecuar los costes a la calidad del producto ofertado. Y para ello la economía española deberá insistir en la incorporación de nuevas tecnologías a su proceso de producción, que permitan aumentar de forma sostenida la calidad de los productos, así como los niveles de productividad que ajusten costes de producción y permitan competir en unos mercados internacionales cada vez más exigentes.

CUESTIONES DE REPASO

1. Respecto a la elaboración de la balanza de pagos:

- a) Citar las principales fuentes de información sobre transacciones con el exterior en nuestro país.
- b) ¿De dónde procede la información para elaborar la balanza de pagos?

2. ¿Son correctas las siguientes igualdades? ¿Por qué?

$$PNB_{pm} = CF + FBC + SNE$$

$$RND_{pm} = CF + FBC + BCC$$

3. En la balanza por cuenta corriente y capital:

- a) Las importaciones de bienes pueden aparecer sobrevaloradas respecto a las exportaciones. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) Los pagos por turismo de residentes en el exterior se consideran una importación de servicios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Los intereses de las inversiones en el exterior se registran en la balanza de servicios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) Las rentas de los emigrantes de temporada y trabajadores transfronterizos se anotan en la balanza de transferencias. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) Diferencias entre una transferencia corriente y una de capital. Citar ejemplos de cada caso.
- f) Las transferencias de capital se registran siempre en la balanza financiera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

4. En la balanza financiera:

- a) Las variaciones de activos financieros del exterior en manos de un residente se anotan siempre en la columna de ingresos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) La adquisición y amortización de títulos de deuda pública española por un inversor bri-

tánico se anota como una variación de pasivos financieros en la columna de pagos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

- c) Un ingreso en cuenta corriente de un residente español en un banco no residente se anota como una variación de activos financieros en la columna de pagos de la balanza financiera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) El pago de beneficios de una empresa residente a un agente no residente se anota como una variación de pasivos financieros en la columna de pagos de la balanza financiera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) La compra de acciones de una empresa no residente se anota siempre como una inversión en cartera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

5. Respecto a los movimientos de reservas:

- a) Las divisas son reservas: pero no todas las reservas son divisas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) Aunque un déficit de la balanza de pagos se traduce en pérdida neta de reservas, esa variación se anota con signo positivo en la columna de ingresos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Una exportación a crédito no altera las reservas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) Una transferencia corriente al exterior en efectivo no afecta el nivel de reservas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

6. Respecto a la contabilidad nacional:

- a) Un saldo contable positivo en el sector «resto del mundo» significa un déficit para la economía nacional. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) Para conocer el saldo de transacciones por cuenta corriente se recurre a la cuenta de intercambio exterior de bienes y servicios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Para conocer la capacidad o necesidad de financiación de la economía se recurre a la cuenta de capital. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

7. Respecto a la interpretación de saldos de la balanza de pagos:

- a) La existencia de un superávit del saldo neto exterior indica poca presión de la demanda interna en el mercado de activos reales y precios más estables. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) El saldo conjunto de la balanza por cuenta corriente y de capital ($BCC + BK$) equivale a la diferencia entre el ahorro bruto de la economía y la formación bruta de capital. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Un superávit por cuenta corriente no puede identificarse siempre con una situación financiera adecuada y deseable para la economía. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) La balanza fundamental o básica es la parte de la balanza de pagos global más sensible a alteraciones del tipo de interés. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) Es más preocupante un desequilibrio de la balanza financiera por operaciones de inversiones directas que por operaciones en cartera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

8. Respecto a las características de la balanza de pagos por cuenta corriente española:

- a) El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente española resulta coherente con la evolución de nuestra economía respecto a la europea. ¿Por qué?
- b) Papel de las partidas de servicios turísticos y otros servicios en el saldo de la balanza por cuenta corriente.
- c) Contribución de las balanzas de rentas y transferencias corrientes en el saldo de la balanza por cuenta corriente española.
- d) El saldo de la balanza de capital registra déficit a consecuencia de la inversión directa española en el exterior. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

9. Respecto a las características de la balanza financiera española:

- a) Desde hace años nuestro país registra déficit en la balanza financiera debido al creci-

miento de las inversiones directas en el exterior. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

- b) Principales países y razones de la inversión directa española en el exterior.
- c) Es difícil extraer patrones de comportamiento de la inversión en cartera del o hacia el exterior. ¿Por qué?

10. Respecto a los mercados de divisas:

- a) Se consideran objeto de transacción en el mercado de divisas los billetes, depósitos y demás instrumentos a corto plazo en manos de residentes y nominados en moneda extranjera. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) ¿Quiénes son y qué papel desempeñan los llamados hacedores de mercado (*market maker*) de los mercados de divisas?
- c) Una forma alternativa a la intervención directa de la autoridad monetaria en los mercados de divisas es la política monetaria. ¿Cómo se instrumenta esa forma de intervención?
- d) En ausencia de especulación y no intervención de la autoridad monetaria, cuanto mayor sea el desequilibrio de la balanza de pagos mayor será la estabilidad del tipo de cambio. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

11. En cuanto al tipo de cambio como indicador de desequilibrio externo:

- a) ¿Cómo se diferencia la divisa base de la divisa de referencia?
- b) Cotización directa y cotización indirecta de una divisa.
- c) Para determinar el tipo de cambio cruzado, ¿se tiene en cuenta el tipo de cambio de compra o el tipo de cambio de venta de las divisas? ¿Por qué?
- d) Ante expectativas de apreciación de la moneda nacional, el tipo de cambio a futuros es mayor que el tipo de cambio al contado. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) A partir de la siguiente información del mercado de divisas:

$$\begin{aligned} t_0 \dots 1 \$ &= 0,818 € \\ t_1 \dots 1 € &= 1,227 \$ \end{aligned}$$

¿Se ha depreciado o se ha apreciado el euro frente al dólar? ¿En qué cuantía?

12. En relación a la trayectoria del euro:

- a) Factores determinantes de la primera etapa de depreciación del euro frente al dólar.
- b) Principales factores que han influido en la reciente etapa de apreciación del euro frente a la moneda norteamericana.
- c) ¿Hasta qué punto son vulnerables las importaciones españolas a una depreciación del euro frente al dólar? ¿Por qué?
- d) ¿Hasta qué punto son vulnerables las exportaciones españolas a una apreciación del euro frente al dólar? ¿Por qué?
- e) Con la sustitución de la peseta por el euro es más difícil mantener la competitividad de nuestras exportaciones en los mercados europeos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

13. Respecto a los indicadores de competitividad:

- a) En la competitividad de costes laborales, un aumento del tipo de cambio efectivo real significa una mejora de competitividad porque los costes laborales crecen menos que los del exterior. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

- b) Un aumento de la ventaja comparativa revelada significa una mejora de la competitividad relativa del conjunto de la economía respecto al exterior. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) El índice de comercio intra-industrial se aplica a la relación de exportaciones y de importaciones. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) Un aumento de las exportaciones hacia un mercado determinado no significa que se aumente la cuota de exportaciones en ese mercado. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

14. Acerca de la competitividad de la economía española:

- a) Las cuotas de exportación españolas en los mercados internacionales son semejantes a las de países como Alemania o Francia. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) La elevada concentración de las exportaciones españolas en los mercados de la UE entraña riesgos importantes para la competitividad de nuestros productos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Citar los principales factores que limitan el crecimiento de las cuotas de exportación españolas en los mercados mundiales.

EJERCICIOS DE RECAPITULACIÓN

Ejercicio 3.1

De acuerdo con las siguientes partidas de la balanza de pagos en millones de euros:

	Ingresos	Pagos
Asistencia técnica y royalties	40,7	221,8
Créditos privados a corto plazo	66,6	60,6
Créditos privados a largo plazo	146,5	37,7
Exportaciones bienes (fob)	5.607,0	—
Fletes y seguros	—	117,3
Importaciones bienes (cif)	—	8.731,5
Inversiones en cartera	446,6	104,2
Inversiones directas privadas	1.845,5	370,2
Otros servicios	462,3	544,4
Otros transportes	427,6	254,4
Rentas de inversión	504,2	890,3
Remesas de emigrantes permanentes	512,9	390,1
Transferencias públicas	452,4	143,1
Turismo y viajes	1.878,4	429,3

Determinar los saldos de balanza de pagos por cuenta corriente y financiera.

	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Balanza comercial (BC):			–3.007,2
Exportaciones de bienes (fob)	5.607,0	—	
Importaciones (fob)		8.614,2 (*)	
2. Balanza de servicios (BS):			1.241,8
Fletes y seguros	—	117,3	
Otros transportes	427,6	254,4	
Turismo y viajes	1.878,4	429,3	
Asistencia técnica y royalties	40,7	221,8	
Otros servicios	462,3	544,4	
3. Balanza de rentas (RNRM):			–386,1
Rentas de inversión	504,2	890,3	
4. Balanza de transferencias (TRCRM):			432,1
Transferencias públicas	512,9	390,1	
Transferencias privadas	452,4	143,1	
Saldo por cuenta corriente			–1.719,4

* Para evitar la doble contabilización, las importaciones deben registrarse en términos f.o.b.: $M(\text{fob}) = M(\text{cif}) - \text{Fletes y seguros} = 8.614,2 \text{ €}$.

	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Inversiones:			1.817,7
Inversiones en cartera	446,6	104,2	
Inversiones directas	1.845,5	370,2	
2. Otro capital (OC):			114,8
Créditos privados a largo plazo (PDLP)	146,5	37,7	
Otro capital a corto plazo (PDCP)	66,6	60,6	
Saldo balanza financiera			1.932,5

Ejercicio 3.2

A partir de los saldos obtenidos en el ejercicio anterior, determinar:

1. Tasa de cobertura comercial del año de referencia.
2. Detectar si existen presiones inflacionistas o deflacionistas.
3. Detectar si existe capacidad o necesidad de financiación de la economía frente al exterior.
4. Grado de apertura comercial, sabiendo que el *PIB pm* asciende a 50.074 millones de euros.

Solución:

Saldos de la balanza de pagos por cuenta corriente y financiera.

$$MRE = 213,1 \quad BCC = -1.719,4 \quad BF = 1.932,5$$

1. Tasa de cobertura comercial.

$$(X_b/M_b) 100 = 65,1 \text{ por } 100$$

2. Detectar si existen presiones inflacionistas o deflacionistas.

$$SNE = BC + BS = -1.765,4 \text{ (déficit)} \rightarrow \text{tensiones inflacionistas}$$

3. Detectar si existe capacidad o necesidad de financiación de la economía frente al exterior.

$$BCC + BK = -1.719,3 \text{ (déficit)}$$

$$BCC + BK = AHNB - FBC = -1.719,3 \rightarrow \text{necesidad de financiación}$$

4. Grado de apertura comercial, sabiendo que el *PIB pm* asciende a 50.074 millones de euros.

$$\text{Tasa de apertura comercial} = [(Xb + Mb)/PIB] 100 = 28,4 \text{ por } 100$$

**Ejercicio
3.3**

Conociendo la siguiente información sobre el mercado de divisas de un país indeterminado:

	Índice TCEN de la moneda del país frente a OCDE	Cotización al contado de la moneda del país frente a:			Cotización a plazos del dólar US (%)		
		Euro	Yen japonés	Dólar US	A un mes	A seis meses	
Año 1	Jun	86,0	76,8	118,2	126,9	8,84	7,17
	Jul	85,4	78,4	124,9	134,4	9,62	7,31
	Ago	83,2	81,8	133,4	138,7	8,44	6,93
	Sep	85,2	80,5	123,9	130,6	7,47	6,49
	Oct	85,4	80,6	123,5	132,2	7,24	6,14
	Nov	84,6	80,7	127,5	137,4	6,78	5,52
	Dic	82,8	82,0	127,6	140,3	6,53	5,14
Año 2	Ene	82,2	82,0	128,4	143,0	6,36	5,03
	Feb	83,1	81,3	132,8	141,2	5,34	4,72
	Mar	82,8	82,0	132,0	138,9	4,98	4,10
	Abr	83,3	81,3	133,6	138,1	4,42	3,38
	May	82,4	82,4	131,6	136,7	3,68	2,73
	Jun	82,6	82,4	130,9	134,3	3,43	2,98
	Jul	83,1	82,5	131,3	129,4	3,42	2,89
	Ago	82,9	82,9	130,0	129,8	3,31	2,93
	Sep	82,7	83,0	130,2	128,7	2,78	2,85

1. Determinar el porcentaje de apreciación o depreciación de la moneda del país frente al conjunto de la OCDE y las tres monedas que se citan durante el cuarto trimestre del año 1.
2. Determinar el tipo de cambio a plazo de seis meses de la moneda del país frente al dólar en septiembre del año 1 y en el mismo mes del año 2.
3. La cotización al contado del dólar en agosto del año 1 y marzo del año 2 es muy semejante; sin embargo la cotización a futuros en uno y otro momento es muy diferente. ¿Cómo se explican esas diferencias? Comentar la situación en términos de expectativas de evolución del tipo de cambio y evolución de la balanza de pagos.

Solución:

1. Determinar el porcentaje de apreciación o depreciación de la moneda del país frente...

$$\% \Delta TC(OCDE) = \{(82,8/85,2) - 1\} 100 = -2,8 \text{ por } 100 \rightarrow \text{apreciación}$$

$$\% \Delta TC(\text{€}) = \{(82,0/80,5) - 1\} 100 = 1,8 \text{ por } 100 \rightarrow \text{depreciación}$$

$$\% \Delta TC(\text{Y}) = \{(127,6/123,9) - 1\} 100 = 2,9 \text{ por } 100 \rightarrow \text{depreciación}$$

$$\% \Delta TC(\$) = \{(140,3/130,6) - 1\} 100 = 7,4 \text{ por } 100 \rightarrow \text{depreciación}$$

2. Determinar el tipo de cambio a plazo de seis meses de la moneda del país...

$$TCF = TC (1 \pm \text{tasa de premio o descuento})$$

$$TCF (\text{septiembre, año 1}) = 130,6 (1 + 0,0649) = 139,1$$

$$TCF (\text{septiembre, año 2}) = 128,7 (1 + 0,0285) = 132,4$$

3. Comentar la situación de la cotización del dólar...

$TCF > TC \rightarrow$ expectativas de depreciación de la moneda nacional (apreciación del dólar)

Posibles causas: — Pérdida de competitividad $\rightarrow$ tendencia a déficit BCC.

— Pérdidas en el diferencial de tipo de interés $\rightarrow$ tendencia a déficit de BF.

— Políticas monetarias, movimientos especulativos, etc.

**Ejercicio
3.4**

Conociendo los siguientes índices del mercado de divisas, precios y costes laborales de una economía:

Frente a la OCDE				
		TCEN	Precios relativos ¹	Costes laborales relativos ²
Año 1	Ene	94,2	104,5	103,9
	Feb	94,5	104,0	103,9
	Mar	94,8	104,0	103,7
	Abr	93,0	104,1	102,6
	May	88,7	104,1	102,3
	Jun	86,8	104,3	102,1
	Jul	85,4	104,3	102,0
	Ago	83,2	104,8	102,5
	Sep	85,2	105,2	102,1
	Oct	85,4	105,4	101,4
	Nov	84,6	105,3	100,7
	Dic	82,8	105,8	100,5
Año 2	Ene	82,2	106,4	99,7
	Feb	83,1	106,0	100,8
	Mar	82,8	106,2	100,4
	Abr	83,3	106,1	101,8
	May	82,4	106,1	101,9

¹ Precios del país respecto a la OCDE (P^*/P).

² Costes laborales del país respecto a la OCDE (CL^*/CL).

Se pide:

1. Calcular el índice mensual de competitividad, en términos de TCER, para los meses de abril del año 1 y abril del año 2.
2. Determinar el porcentaje de ganancia o pérdida de competitividad, en términos de precios y costes laborales, en los períodos indicados.
3. Determinar hasta qué punto la evolución de la competitividad en esos períodos se debe a alteraciones de precios, tipo de cambio o costes laborales.

Solución:

1. Calcular el índice de competitividad, en términos de *TCER*, para los meses indicados.

		Índice	
		<i>TCER (P)</i>	<i>TCER (CL)</i>
Año 1	Abr	96,8	95,4
Año 2	Abr	88,4	84,8

2. Determinar el porcentaje de ganancia o pérdida de competitividad entre los meses indicados en los períodos...

$$\% \Delta TCER(P) = \{(88,4/96,8) - 1\} 100 = -8,7 \% \rightarrow \text{pérdida de competitividad por mayor inflación.}$$

$$\% \Delta TCER(CL) = \{(84,8/95,4) - 1\} 100 = -11,1 \% \rightarrow \text{pérdida de competitividad por mayor crecimiento de costes laborales.}$$

3. Determinar hasta qué punto la evolución de la competitividad...

$$\% \Delta TCEN = \{(83,3/93,0) - 1\} 100 = -10,4 \% \rightarrow \text{pérdida de competitividad por apreciación de la moneda nacional.}$$

Razones de pérdida de competitividad:

- 1.º Evolución de costes laborales.
- 2.º Apreciación de la moneda.
- 3.º Diferencial de inflación.

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

Sitios de información directa:

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (www.ine.es).

Contabilidad Nacional de España (CNE).

BANCO DE ESPAÑA (www.bde.es).

Balanza de Pagos de España.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (www.imf.org).

Manual de Balanza de Pagos.

STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (EUROSTAT)

(epp.eurostat.ec.europa.eu).

External Trade Indicators.

Manual de consulta:

Sánchez, P. y Laguna, N. (2007). *El comercio exterior de España: Teoría y práctica*. Pirámide.

Análisis sobre sector exterior español y europeo:

Boletín Económico. Banco de España/mensual (www.bde.es).

Cuadernos de Información Económica. Funcas/bimensual (www.funcas.ceca.es).

Papeles de Economía Española. Funcas/trimestral.

OBJETIVOS DEL CAPÍTULO

Una vez conocidos los instrumentos de análisis en términos de magnitudes reales, financieras y del sector exterior, estamos en condiciones de entrar en el estudio de la economía en su conjunto. Para ello abordamos en esta lección el estudio de los cuadros macroeconómicos como soporte de la información económica, así como la naturaleza e interpretación de los desequilibrios en la actividad económica en términos de inflación, desempleo o déficit público. Se insiste también en el concepto de productividad como variable explicativa del crecimiento y la convergencia económica. El estudio se completa con comentarios referentes a situaciones reales de la economía española en el contexto internacional.

Esquema de contenidos

- 4.1. Objetivos de la estabilización macroeconómica:
 - ¿Qué se entiende por estabilización macroeconómica?
 - Punto de partida: cuadros macroeconómicos.
 - ¿Cómo estabilizar la trayectoria de la economía?
- 4.2. Desequilibrio interno y estabilización:
 - La inflación como desequilibrio interno.
 - El desempleo como desequilibrio interno.
 - Presupuesto público y estabilización.
- 4.3. Crecimiento, productividad y convergencia:
 - Convergencia nominal, real y social.
 - Productividad. Un concepto a manejar con cuidado.
 - Crecimiento, productividad y convergencia de la economía española.

4.1. OBJETIVOS DE LA ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA

4.1.1. ¿Qué se entiende por estabilización macroeconómica?

La actividad económica sigue una trayectoria cíclica, en torno a una tendencia a más largo plazo, en la que se suceden etapas de auge y recesión de duración e intensidad variables y con consecuencias no deseables en términos de desempleo, inflación y desajustes externos.

Con la estabilización macroeconómica se busca el *crecimiento estable y no inflacionista* de la actividad económica y evitar las consecuencias de las oscilaciones bruscas del ciclo económico sobre lo que llamamos equilibrio interno y externo de la economía.

La insistencia en la idea de crecimiento estable es importante. Aunque sea intenso, un crecimiento económico intermitente —sin un horizonte previsible en la evolución de variables como la producción, el empleo, la inflación o el tipo de cambio— crea desconfianza y reacciones de defensa entre los agentes económicos. Unas reacciones que, a su vez, favorecen el movimiento pendular auge-recesión, los desequilibrios macroeconómicos básicos y la consiguiente intervención de los poderes públicos para intentar amortiguar esos desequilibrios con medidas, también intermitentes, de política económica. El resultado final, en el mejor de los casos, es un crecimiento lento y costoso, en términos de ineficiente aplicación de los recursos productivos y escasa generación de empleo.

En definitiva, lo importante no es sólo *crecer más* sino *crecer mejor*; tratando de minimizar las oscilaciones del ciclo en torno a la tendencia para evitar desequilibrios internos y externos de la economía.

— Equilibrio interno. Se entiende por equilibrio interno el mínimo nivel de inflación compatible con un crecimiento estable de la actividad económica y el empleo. Por tanto, el equilibrio interno implica la consideración simultánea de tres variables: *producción, inflación y empleo*; si alguna de ellas no alcanza los niveles aceptados como de equilibrio se considera que la economía, en su conjunto, está en desequilibrio interno.

No existen unos valores concretos y estables de crecimiento de la producción, inflación y paro que delimiten la barrera entre equilibrio-desequilibrio; depende del momento y las circunstancias concretas de cada economía dentro del entorno internacional. En el caso de la economía española, el referente principal son los niveles de equilibrio interno correspondientes al conjunto de países de la Unión Europea en cada momento.

— Equilibrio externo. Hace referencia al mínimo desequilibrio de la balanza de pagos y la máxima estabilidad del tipo de cambio compatibles con los objetivos

de equilibrio interno, es decir, con los niveles de crecimiento económico, de inflación y de paro aceptados como objetivo de política económica para un período determinado.

No debe identificarse el equilibrio externo con un saldo cero de la balanza de pagos o la estabilidad absoluta del tipo de cambio, porque la complejidad y dinamismo de los flujos de activos reales y financieros con el exterior hacen muy difícil que se mantenga tal situación.

Además, debe superarse la idea de relacionar el desequilibrio externo sólo con situaciones de déficit de la balanza de pagos y depreciación de la moneda nacional: desequilibrio externo puede ser tanto un déficit como un superávit de la balanza de pagos, y tanto una depreciación como una apreciación excesiva de la moneda nacional; lo que importa no es tanto el sentido del movimiento sino la intensidad del mismo y sus consecuencias en cada contexto concreto.

ESQUEMA 4.1

Ejemplo de situaciones de equilibrio interno y externo

Equilibrio interno:		Situación:
—Crecimiento interanual PIB (%)	más de 4	} peligrosa
	$\geq 3,5$	
	$\leq 2,0$	
—Tasa interanual de inflación (%)	≤ 3 mejores UE + 1,5	} buena
	≥ 3 mejores UE + 2,5	
—Crecimiento del empleo (%)	$\geq$ UE + 0,5	} regular
	$\leq$ UE – 0,5	
Equilibrio externo:		
—Saldo cuenta corriente (% s. PIB)	> -1 (déficit)	} buena
	< -2 (déficit)	
		} regular
		} mala

FUENTE: Sobre propuesta de Pulido, A. (1997): *Así entramos en la Comunidad Europea*, Pirámide.

4.1.2. Punto de partida: cuadros macroeconómicos

Estructura de contenidos e interpretación

Un cuadro macroeconómico es una síntesis de la *situación, evolución y previsiones* de la actividad económica real de una economía obtenida a partir de los agregados macroeconómicos que proporciona la contabilidad nacional. La estructura básica de

un cuadro macroeconómico responde a la del mercado en términos de oferta y demanda agregada de activos reales de la economía.

$$OA \rightarrow PIB_{pm} = CF + FBC + X - M \leftarrow DA$$

ESQUEMA 4.2

Estructura de un cuadro macroeconómico

+ <i>CF</i>	Gasto en consumo final: — De los hogares e ISFLSH. — De las Administraciones Públicas.
+ <i>FBC</i>	Formación bruta de capital fijo: — Bienes de equipo. — Construcción. — Variación existencias.
= <i>DN</i>	Demanda nacional:
+ <i>X</i>	Exportación de bienes y servicios.
– <i>M</i>	Importación de bienes y servicios.
= <i>PIB_{pm}</i>	Producto interior bruto pm.
Pro memoria: Indicadores de desequilibrio interno: inflación, desempleo, presupuesto público. Indicadores de desequilibrio externo: saldo por cuenta corriente s/PIB. Otros indicadores complementarios.	

Un cuadro macroeconómico contiene información respecto a:

- Actividad económica en términos de crecimiento real de la producción y la *aportación* de los respectivos componentes de oferta y demanda a esa producción de bienes y servicios. Se trata de detectar la responsabilidad de cada componente en el crecimiento de la economía no sólo teniendo en cuenta las tasas de variación porcentual sino también su importancia relativa dentro del producto total.
- Previsiones de crecimiento del producto interior bruto y sus componentes dentro de posibles *escenarios macroeconómicos*, a corto y medio plazo, planteados como referencia para la toma de decisiones de política económica.
- Cuantificación de objetivos de equilibrio interno y externo en términos de inflación, paro, déficit público, desajustes de balanza de pagos y tipo de cambio,

incluidos en los programas gubernamentales de política económica para los distintos escenarios previstos.

La información de un cuadro macroeconómico permite interpretar la actividad económica en los siguientes aspectos:

- Diagnóstico de la *situación y evolución* de actividad económica general. Se trata de seguir la evolución y previsiones de la actividad económica en términos reales y con referencia a la situación y tendencia del ciclo económico del entorno internacional, en particular de los países o áreas económicas que juegan un papel importante como abastecedores y destinatarios de la producción interna. Por ejemplo, no tendría sentido plantearse elevadas tasas de crecimiento del producto interior bruto en un entorno internacional que apunta hacia situaciones de crisis o recesión económica.
- Valoración del grado de coherencia entre los objetivos de equilibrio interno-externo previstos y la evolución esperada de la economía. Se trata de analizar si los niveles de inflación-paro, déficit público, tipo de cambio, etc., son coherentes con la evolución previsible de cada uno de los componentes de oferta y demanda —consumo privado y público, inversión real y exportaciones-importaciones— sobre los que se carga la responsabilidad del crecimiento de la actividad en el cuadro macroeconómico. Por ejemplo, no sería coherente tratar de rebajar la tasa de inflación de forma sustancial para un período donde, por razones electoralistas, se permite un aumento del consumo y del déficit público; tampoco lo sería anunciar un tipo de cambio estable para la moneda en un período donde se prevé un fuerte crecimiento de las importaciones.
- Adecuación y viabilidad de las *medidas* de política económica propuestas. Las medidas de política económica no tienen efectos unívocos y aislados sobre un solo objetivo, sino que afectan de forma simultánea al conjunto de objetivos planteados y no siempre en el sentido deseado; por tanto, no sería adecuado plantearse alcanzar un objetivo sin tener en cuenta los *efectos colaterales* sobre los demás. De poco serviría intentar una rebaja importante de las tasas de paro con medidas expansivas sobre el consumo final y, a la vez, incluir como objetivo la estabilidad de los precios. Uno de esos objetivos habría de someterse al otro.

En algunas circunstancias, determinadas medidas gubernamentales pueden ser inviables. Este sería el caso de tratar de estimular la actividad económica a través del consumo final y la inversión con medidas fiscales al margen de la política monetaria decidida por el Banco Central Europeo. Otro tanto ocurriría si se tomaran medidas en sentido contrario al que se mueven las expectativas de los agentes económicos. En ambos casos los efectos son contrapuestos y pueden anular el impacto sobre la variable objetivo.

Escenarios y previsiones macroeconómicas

Los escenarios macroeconómicos representan una serie de posibles trayectorias alternativas de crecimiento en distintas condiciones de entorno económico. Son algo más que un conjunto de predicciones. Representan un marco de referencia para la política económica en términos de contabilidad nacional y, junto a la evolución prevista de algunos de los agregados macroeconómicos nacionales e internacionales, influyen sobre los objetivos cifrados de política económica así como sobre el conjunto de medidas que se pretenden aplicar para alcanzarlos.

Por lo general, las predicciones de los cuadros macroeconómicos no se basan en una técnica particular sino que *se combinan diferentes métodos* —modelos econométricos, encuestas de opinión, panel de expertos, etc.— que tratan de mejorar el pronóstico de la variable objeto de análisis. Por ejemplo, cuando se estima la inflación del próximo año no sólo se tiene en cuenta la relación técnica entre el nivel de precios y las variables económicas que lo determinan, sino también los resultados de encuestas de opinión, grado de confianza de los agentes económicos, expectativas de política internacional y nacional, etc.

Dependiendo del horizonte temporal, son frecuentes los escenarios alternativos:

- A corto plazo, para un período inferior a 1 año.
- A medio plazo, para un período entre 1 y 3 años.
- A largo plazo, para un horizonte superior a 3 años.

La fiabilidad de las predicciones depende del horizonte temporal para el que se hacen y se reduce a medida que aumenta el plazo; pero, sobre todo, la fiabilidad depende de las condiciones del entorno y de la reacción de los agentes económicos ante cambios autónomos o inducidos de ese entorno por determinadas medidas de política económica. De ahí que, con frecuencia, en los cuadros macroeconómicos se ofrecen *predicciones por intervalos*, es decir, dando pares de valores que delimiten bandas de confianza donde con cierta probabilidad se encontrará el valor real de la variable objeto de la predicción. Aun así, el riesgo de cometer errores es alto, y a medida que se producen cambios no previstos o simplemente se dispone de mejor información las predicciones deben someterse a *revisión continua* para mejorar su fiabilidad.

¿Son creíbles las previsiones de los cuadros macroeconómicos?

Las previsiones fallan con mucha frecuencia. Incluso las previsiones macroeconómicas de prestigiosos organismos internacionales son poco fiables y presentan discrepancias importantes entre las previsiones y el valor definitivo de las magnitudes. Pero eso no impide que se insista en ofrecer escenarios a corto y medio plazo de cada economía como forma de *orientar las decisiones de los agentes económicos* para impulsar la actividad económica.

CUADRO 4.1

Ejemplo de panel de previsiones económicas para España

	Variación media anual (porcentaje)			
	Situación 2008*	Previsiones 2009		
		Gobierno	OCDE	FUNCAS
PIB	2,2	1,0	1,1	-0,5
Consumo hogares	1,7	0,4	1,1	-0,4
Consumo público	3,7	3,8	5,2	2,6
Formación bruta de capital	1,1	-1,5	-2,8	-6,6
Demanda nacional	2,1	0,5	0,7	-1,6
Exportaciones	4,2	4,0	—	2,5
Importaciones	3,2	1,9	—	-1,7
Inflación (IPC)	4,6	—	—	2,9
Tasa de paro (% PA)	10,5	12,5	—	14,8
Déficit balanza c/c (% del PIB)	9,4	—	—	-9,9
Déficit público (% del PIB)	2,2	—	—	-2,4

* Octubre 2008.

FUENTE: Ministerio de Economía y FUNCAS.

¿Entonces, para qué sirven?

Predecir no es fácil en ningún campo y mucho menos en economía, donde la *incertidumbre* es constante y donde los agentes económicos, en uso de su libertad, deciden según sus propias *expectativas* sobre lo que puede suceder en el futuro. De ahí la importancia de proporcionar información sobre la trayectoria que, en opinión de los responsables de la política económica y expertos internacionales en los asuntos económicos, puede seguir la actividad económica futura, aunque se trate de información aproximada y sometida a posibles errores y revisiones continuas. Además, algunas veces sí aciertan.

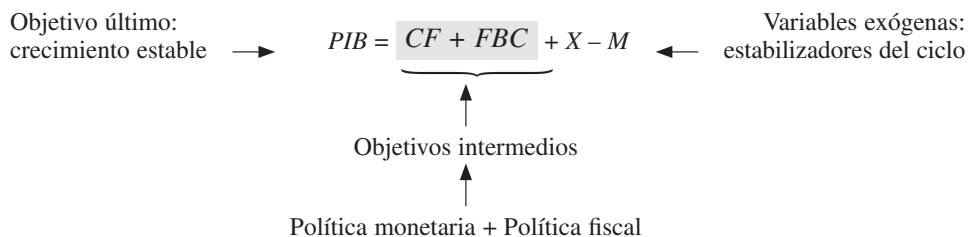
En definitiva, los cuadros macroeconómicos son un marco de referencia de las recetas de política de estabilización económica. Sirven para canalizar la discusión y el control de programas gubernamentales con los que se intenta manejar cada situación económica y, sobre todo, constituyen un mecanismo indispensable de *reducción de incertidumbre* de los agentes económicos —incluido el propio gobierno— ante la toma de decisiones.

Pero no todo vale. Se trata de generar confianza entre los agentes económicos, y para eso es necesario que los cuadros macroeconómicos ofrezcan *escenarios creíbles* en el entorno económico y político del momento, e incluyan previsiones razonables acordes con la coyuntura y con las posibilidades reales de éxito de la política económica anunciada. Se trata, en suma, de aunar los aspectos técnicos y los aspectos políticos de los cuadros macroeconómicos.

4.1.3. ¿Cómo estabilizar la trayectoria de la economía?

La estabilización por el lado de la demanda

La política de estabilización se identifica, en principio, con medidas de carácter coyuntural, de efectos a corto plazo, que actúan fundamentalmente a través de algún componente de la *demanda nacional* de la economía. Ante una situación de recesión o crisis se trata de estimular la demanda con medidas expansivas que reactiven la actividad económica y el empleo, mientras que en las fases de auge excesivo se trata de desincentivar la demanda con medidas restrictivas que enfríen la actividad económica y la inflación.



Dentro de la demanda nacional, ¿es mejor actuar sobre el consumo o sobre la inversión?

El campo de actuación de la política de estabilización tiene como principal objetivo intermedio el consumo privado, es decir, el *consumo final de los hogares*. Tanto por su importancia cuantitativa dentro de la demanda nacional como por su naturaleza, este componente centra la atención de los responsables de mantener los niveles de actividad económica, inflación y empleo adecuados en cada momento. Se trata de una variable de fuerte tendencia procíclica —en épocas de auge tiende a crecer con más intensidad que la actividad económica, mientras que en recesión se reduce con más fuerza— y con gran capacidad de trasladar las tensiones de los mercados a los precios. De su control depende, en gran medida, el comportamiento de la demanda nacional y el equilibrio interno.

La formación bruta de capital *público* es un instrumento importante y controlable por las Administraciones Públicas para utilizar en política estabilizadora, en particular en momentos de recesión. Con la *inversión privada* hay que actuar con más precaución; su importancia cuantitativa dentro de la demanda nacional es menor que la del consumo y, lo que es más importante, se trata de un factor decisivo del crecimiento económico —de ese flujo se nutre el stock de capital—; cualquier medida de carácter restrictivo hoy puede poner en peligro la recuperación y el crecimiento en el futuro. La formación bruta de capital es una variable muy sensible a los cambios de coyuntura económica, y la intensidad de reacción es poco previsible y asimétrica según la etapa del ciclo económico: reacciona muy rápidamente ante expectativas desfavorables para evitar las consecuencias de una posible recesión, pero de forma lenta en momentos de

recuperación económica a la espera de que se consolide la mejora. En suma, es una variable que soporta mal la utilización intermitente de medidas expansivas-restrictivas, con la incertidumbre que ello comporta para las empresas y otros agentes inversores.

El saldo neto exterior es un componente autónomo que no puede considerarse objetivo intermedio de la política de estabilización. El comportamiento de las exportaciones e importaciones es un condicionante del crecimiento económico a corto plazo y puede jugar un importante papel como *amortiguador* de las oscilaciones de la demanda nacional. En épocas de auge, el crecimiento de importaciones frena el crecimiento excesivo de la actividad económica y el posible recalentamiento de la economía. En épocas de recesión la demanda de exportaciones puede ser una alternativa a la demanda nacional, siempre que se cuente con un nivel de competitividad suficiente que garantice la presencia de la producción interior en los mercados exteriores. Por tanto, intervenir los flujos comerciales con el exterior mediante la utilización de medidas fiscales o la alteración del tipo de cambio, además de las dificultades que conlleva su puesta en práctica, podría interferir su papel amortiguador del ciclo.

Instrumentación de la política de estabilización

La política de estabilización se instrumenta, principalmente, a través de medidas de *política monetaria y fiscal*, mediante las que se pretende provocar la respuesta de los agentes económicos e influir en la demanda de bienes y servicios en el sentido que interese a los objetivos de equilibrio interno y externo planteados. La política monetaria se utiliza con carácter preferente; con ella se altera la disponibilidad y coste de los recursos para financiar el gasto de los hogares y empresas y, en consecuencia, se afecta la demanda nacional. La política fiscal de estabilización está supeditada a la política monetaria; con ella se afecta la renta disponible que familias y empresas dedican al consumo y la inversión mediante los impuestos y transferencias que aplican según la fase del ciclo económico.

La batería de instrumentos para mantener la demanda en los niveles adecuados de crecimiento no se agota con la combinación de políticas monetarias y fiscales. Con frecuencia, los programas de política restrictiva de estabilización incluyen recomendaciones sobre el *control de salarios* que, a la vez que limitan el crecimiento de la renta disponible de los hogares, alivian la presión de un coste de producción importante para las empresas.

La oferta productiva como referente

Es cierto que la política de estabilización a corto plazo actúa por el lado de la demanda, pero tiene como referente la oferta productiva a medio y largo plazo. Es decir, para que sea viable, la política de estabilización tiene que plantearse en un entorno de oferta productiva flexible capaz de dar respuesta a los movimientos de la demanda sin impactar negativamente sobre la inflación y el desempleo, y no afectar así al equilibrio interno.

Esta condición nos remite a aquellas situaciones de recesión económica con inflación donde la rigidez de la oferta productiva —derivada por ejemplo de una crisis energética u otro elemento de los costes de producción— puede limitar de manera importante las posibilidades de las políticas de demanda para relanzar la actividad económica a corto plazo. Es decir, en situaciones de oferta rígida las políticas de demanda pueden resultar ineficaces para conseguir el equilibrio interno.

Para potenciar el grado de respuesta de la oferta productiva a los cambios en la demanda se recurre a políticas de carácter *estructural*, de efectos a medio plazo y largo plazo, que actúan a través de alguno de los factores de producción. Entre las líneas de actuación más frecuentes se encuentran las de flexibilizar los *mercados de trabajo*, facilitando la entrada y salida de los trabajadores de acuerdo con la evolución de la coyuntura económica y procurando costes laborales ajustados a la evolución de la productividad; promover la *innovación tecnológica* y su incorporación al proceso productivo con vista a la mejora de la productividad, así como promover medidas de *desregulación y defensa de la competencia* para eliminar las trabas que impiden la entrada de competidores en determinadas actividades.

Pero los procesos de crecimiento a medio plazo son complejos e inestables y no pueden explicarse sólo mediante el juego de las variables típicas —trabajo, capital y tecnología—, sino que intervienen otros muchos factores del entorno socioeconómico como son la eficacia de las instituciones, los esfuerzos en educación e investigación, las reglas y condiciones de los mercados de bienes y capitales, etc.

Producción potencial y producción efectiva

Algunos manuales se refieren a la política de estabilización por el lado de la oferta como aquella dirigida a reducir la brecha de producción (*output-gap*), es decir, la diferencia entre la producción potencial y la producción real efectiva de un país en un momento determinado.

La producción potencial representa la capacidad de producción a largo plazo de la economía en función de los factores productivos disponibles; viene a ser el nivel máximo de producto que puede alcanzar una economía sin generar desequilibrios importantes en términos de inflación, desempleo y desajuste externo. La lógica de este razonamiento vincula los desequilibrios macroeconómicos de las distintas fases del *ciclo económico* a desajustes entre la producción potencial y efectiva de la economía, de forma que cuando la actividad económica es superior al producto potencial la economía se recalienta y ofrece síntomas de inflación y desajuste externo, mientras que en caso contrario la economía funciona por debajo de sus posibilidades con las consiguientes secuelas de recesión y desempleo. Desde esta perspectiva, la estabilización macroeconómica consiste en corregir la brecha entre producción efectiva y potencial a lo largo del tiempo, minimizando así los desequilibrios económicos derivados del ciclo económico.

A pesar de la lógica de ese razonamiento, en la práctica la reducción de la brecha de producción no se incorpora en los programas de política de estabilización como un objetivo cuantificable a alcanzar en un plazo determinado. Esto es así porque el pro-

ducto potencial no es un valor observable, sino una *estimación* de difícil cuantificación y resultados variopintos en función de las hipótesis de partida que se acepten. En estas circunstancias, incorporar a la política de estabilización la estimación del producto potencial podría provocar errores importantes. Por ejemplo, subestimar la producción potencial podría conducir a políticas de demanda que enfriasen prematuramente la actividad económica, con el correspondiente efecto sobre el empleo; por el contrario, sobreestimar la producción potencial podría llevar a políticas demasiado expansivas que supondrían el recalentamiento de la economía y generarían tensiones inflacionistas.

Todo lo anterior no quita importancia a las estimaciones del crecimiento potencial como indicador genérico que alerta de la posible evolución de la capacidad productiva de una economía y ayuda a explicar desajustes de oferta-demanda. Eso sí, teniendo en cuenta que las estimaciones obtenidas en cada circunstancia se utilizan sólo como *un referente* para ayudar a dibujar con mayor precisión el escenario macroeconómico sobre el que se va a actuar.

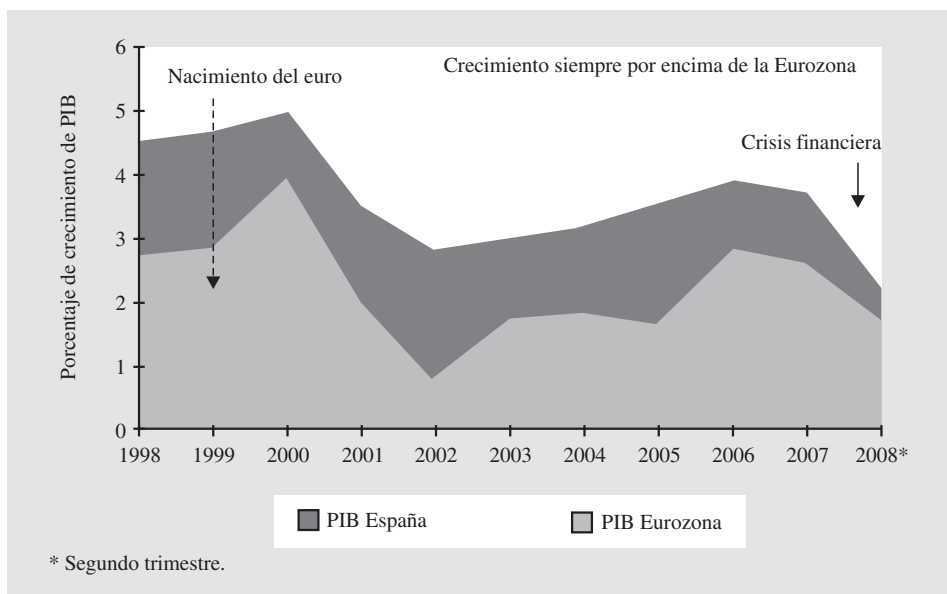


Figura 4.1. Diferencial de crecimiento España-Eurozona (FUENTE: Síntesis de indicadores económicos. Ministerio de Economía).

Cuestión de expectativas

Las políticas de estabilización no son algo mecánico y de efectos garantizados. Ante cualquier programa gubernamental de medidas estabilizadoras, los agentes económicos no permanecen pasivos sino que intentan prever sus efectos y defenderse de

sus consecuencias, lo que, a su vez, modifica los efectos esperados de esas políticas. Por tanto, el éxito de cualquier medida no está garantizado, entre otras razones, porque no hay certeza sobre el sentido y la intensidad de la respuesta de los agentes económicos.

Las expectativas condicionan los mecanismos de transmisión de las políticas de demanda y pueden acelerar, retardar e incluso anular los efectos de esas medidas sobre la actividad económica. Un gobierno puede, por ejemplo, plantearse el control de la inflación mediante un aumento del tipo de interés que frene la demanda de bienes de consumo e incentive el ahorro de las familias. Pero si las familias reaccionan y consiguen mantener su capacidad de compra mediante subidas salariales, la esperada reducción de demanda de consumo, y por tanto de los precios, no se alcanzará. Y, si se mantiene la inflación, tampoco la rentabilidad del ahorro será un incentivo como alternativa al consumo.

Es más, la aparición de expectativas puede, por sí sola, provocar reacciones que tengan efectos sobre los objetivos previstos, sin necesidad de que la autoridad económica tome medida alguna. Por ejemplo, el solo anuncio de unas determinadas medidas de cualquier banco central sobre el tipo de interés o las declaraciones de cualquier líder político sobre asuntos económicos importantes desencadena expectativas de los agentes económicos que pueden perjudicar el objetivo de estabilidad previsto por los responsables de la política económica. De ahí la necesidad de estabilizar las expectativas y transmitir confianza para que las políticas de demanda consigan los objetivos de actividad económica, precios y empleo previstos.

El control de las expectativas constituye una *premisa* de la política de estabilización, pero las expectativas no son directamente observables y para su seguimiento es necesario utilizar numerosos *indicadores* de contenido muy diverso. El sentido de las expectativas de los agentes económicos presenta diferencias importantes según se refieran a familias o empresas, y según se valoren sus propias decisiones o se refieran a las condiciones económicas generales. Por lo general, se pueden obtener estos indicadores a partir de las previsiones que realizan los *expertos* de instituciones dedicadas al análisis económico o bien a partir de *encuestas de opinión* periódicas realizadas a muestras representativas de agentes económicos. Las predicciones de expertos tienen la ventaja de su carácter cuantitativo porque se concretan en cifras. Las encuestas a consumidores y empresas tienen un carácter más cualitativo.

Pero la tarea del control de las expectativas no es fácil. Se necesita tiempo, porque el marco en el que se desarrollan las expectativas económicas no es otro que la *confianza* que tengan los agentes económicos no sólo en la capacidad técnica de los responsables de la política económica para resolver los problemas sino también en la capacidad *de las instituciones* para garantizar las reglas del juego del sistema en el que se desenvuelve su actividad económica. La reciente crisis financiera internacional es un ejemplo del efecto amplificador de las expectativas y de las dificultades por restablecer con rapidez la confianza perdida en determinadas instituciones financieras que, hasta entonces, habían sido pilar fundamental del sistema económico.

ESTIMACIONES SOBRE EXPECTATIVAS

Las expectativas no son una variable observable, sino *estimaciones* elaboradas con diferentes metodologías que tratan de explicar un proceso complejo y diferente según la naturaleza y circunstancias de los agentes económicos. No coincide lo que esperan las empresas, las familias o las Administraciones Públicas de la evolución de los precios ni de las variables que definen el entorno macroeconómico. De ahí que los economistas recurran al análisis simultáneo de diferentes estimaciones para obtener una perspectiva más precisa de la evolución de los precios y demás variables económicas. Existen numerosas fuentes de información, oficiales y privadas, sobre predicción de expectativas. Algunas de las más conocidas en nuestro país son:

- *Consensus Economics Forecast* es una recopilación privada de predicciones de expertos que recoge, además de la inflación, la evolución esperada de un amplio número de variables macroeconómicas para más de setenta países, incluido España. Los expertos consultados pertenecen a instituciones financieras, universidades e institutos de investigación económica.
- *Panel de previsiones sobre la economía española* de la Fundación de Cajas de Ahorro para la Investigación Económica y Social (*FUNCAS*), formado por doce instituciones, incluido el Gobierno. Recoge previsiones de un amplio número de variables para dos años.
- *Encuesta de Expertos en Previsión Económica (EPE)* del Banco Central Europeo sobre la evolución del IPCA en la zona euro con un horizonte temporal de hasta dos años. La encuesta se dirige a una muestra de analistas de coyuntura en el conjunto de la Unión Monetaria Europea.

4.2. DESEQUILIBRIO INTERNO Y ESTABILIZACIÓN

4.2.1. La inflación como desequilibrio interno

La inflación es un *proceso continuo* y generalizado de crecimiento del nivel de precios de una economía, resultado del desajuste entre oferta y demanda agregada. Es un proceso que se propaga por la reacción de los distintos agentes económicos en su intento de defender el poder adquisitivo de su renta. Es decir, el *papel de las expectativas* de esos agentes es determinante en la intensidad y duración de cualquier proceso inflacionista.

¿Por qué preocupa tanto la inflación?

A veces puede parecer excesiva la preocupación que muestran los economistas por reducir la tasa de inflación, sobre todo cuando parece que se han alcanzado niveles

relativamente moderados. Existen algunas razones que justifican una situación de alerta respecto a la evolución de los precios de un país:

- La inflación deteriora el poder adquisitivo de los agentes económicos y desencadena *expectativas* alcistas de precios que contribuyen a autoalimentar el proceso inflacionista. Los sujetos económicos reaccionan tratando de defenderse de esas pérdidas e intentan trasladar los aumentos de los precios a los bienes que venden y los servicios que prestan, incluidos los salarios que se perciben por la prestación de trabajo. A medida que el proceso inflacionista se consolida, aumentan las actividades *especulativas* en busca de beneficios por diferencias de precios, reduciéndose así la actividad productiva que necesita la estabilidad de precios para que los resultados de las inversiones se obtengan con el menor riesgo posible.
- Si la inflación aumenta por encima de lo previsto debido a los responsables gubernamentales, la autoridad monetaria intentará controlarla elevando los *tipos de interés* con el correspondiente encarecimiento de los recursos financieros disponibles para el consumo y la inversión productiva. El resultado será un menor crecimiento de la actividad económica, menor estímulo para la creación de empleo y una tendencia a generar déficit en las Administraciones Públicas que habrá que financiar con recursos más caros.
- La estabilidad de precios es una condición necesaria para el mantenimiento de la *competitividad exterior* de cualquier país. Cuando la tasa de inflación es superior a la del resto del entorno económico, el efecto inmediato es una pérdida de competitividad de las exportaciones y un abaratamiento relativo de las importaciones, que se traducen en un aumento del déficit de la balanza comercial que habrá que compensar con otros ingresos del exterior si no se quiere incurrir en pérdidas de reservas.
- Por último, el efecto conjunto del déficit de la balanza comercial y la subida de los tipos de interés a ritmo distinto de los vigentes en otros mercados financieros internacionales condiciona la evolución del mercado de divisas e impide la estabilidad del *tipo de cambio* de la moneda nacional. Una estabilidad absolutamente necesaria, a su vez, para mantener la competitividad del comercio exterior y garantizar a la inversión extranjera la recuperación de sus beneficios en la cuantía prevista en términos de divisa fuerte.

En definitiva, la inflación es un objetivo común en todos los programas de política de estabilización porque, además de afectar negativamente el poder adquisitivo de las familias, es el origen de múltiples desequilibrios tanto de carácter interno como de carácter externo.

Pero ¿es mejor la deflación?

La deflación puede definirse como un proceso generalizado y continuado de caída de los precios que, como en el caso de la inflación, tiende a autoalimentarse por la

reacción de los agentes económicos que aumentan la oferta de activos reales y financieros para defender el valor de su riqueza de la caída de los precios.

A fuerza de insistir en los aspectos negativos de la inflación podría deducirse que un proceso deflacionista puede tener consecuencias positivas para el equilibrio interno y externo de la economía. Nada más lejos de la realidad, pues las consecuencias de una deflación pueden ser tan negativas o más que las derivadas de un proceso inflacionista; de hecho, la famosa depresión de los años treinta se caracterizó por un desplome generalizado y sostenido de los precios.

Una vez más las *expectativas* de los agentes económicos resultan determinantes en ese proceso: sea cual sea el origen del proceso, una vez iniciada la caída generalizada de los precios de bienes y servicios se disparan las expectativas bajistas, de modo que los consumidores retrasan sus compras pensando que los precios seguirán bajando y, si la falta de confianza es intensa, venderán activos reales para evitar que el deterioro de los precios afecte la riqueza de las familias materializada en ese tipo de bienes. La falta de demanda presiona de nuevo a la baja los precios, y el proceso deflacionista en los mercados de bienes y servicios se acelera.

En estas circunstancias las empresas tratarán de evitar las pérdidas derivadas del exceso de capacidad productiva y emprenderán recortes en la inversión productiva y planes de ajustes de plantillas en términos de despidos de trabajadores. La menor demanda de bienes de equipo por parte de las empresas y el recorte de los gastos de las familias ante el riesgo de desempleo tiende a acelerar de nuevo la espiral deflacionista en los mercados de activos reales.

Ante la necesidad de atajar la recesión económica y el desempleo, las autoridades monetarias optarán por políticas expansivas de bajada de tipos de interés. Una medida que podría resultar ineficaz si, ante la caída de rentabilidad de los instrumentos financieros, las familias responden vendiendo dichos activos y reduciendo todavía más el precio de los mismos. Se trata de un proceso de deflación en los mercados financieros que conduce a la pérdida de la riqueza de las familias en términos de este tipo de activos, con el consiguiente efecto negativo sobre la demanda de bienes y servicios; es un círculo vicioso que se autoalimenta de nuevas reacciones defensivas de consumidores, empresas y las propias Administraciones Públicas.

Por tanto, la caída de los precios no es necesariamente mala, pero sí el hecho de que ésta derive hacia un proceso continuo que arrastre a toda la economía hacia una profunda recesión económica y desempleo de la que resulte difícil salir. Este es el caso de la economía japonesa, sometida una situación de deflación y estancamiento durante casi una década.

Muchos indicadores de inflación. ¿Cuál elegir?

En realidad no existe una medida exacta de la inflación, entendida ésta como resultado de un desajuste entre la oferta y demanda agregada de una economía. Lo que existe son numerosos *indicadores* de inflación, cuya elección dependerá de los sectores o aspectos que se pretendan analizar.

ESQUEMA 4.3

Indicadores de inflación

Indicadores principales:

- | | |
|--|-----------------------------|
| — Deflatores implícitos del PIB y sus componentes desde el lado de la oferta, la demanda y la renta. | INE/trimestral |
| — Índice de precios al consumo (IPC). | INE/mensual |
| — Índice de precios al consumo armonizado (IPCA). | INE/mensual |
| — Índice de inflación subyacente. | INE/Banco de España/mensual |

Otros indicadores de precios:

- | | |
|--|--------------|
| — Índice de precios de producción industrial (IPRI). | INE/mensual |
| — Índice de precios percibidos y pagados a agricultores. | MAPA/mensual |
| — Índices de valor unitario de comercio exterior. | MEH/mensual |
| — Índice de precios de exportación e importación. | INE/mensual |

Índice de precios al consumo (IPC)

Mide la variación media de los precios de un conjunto de bienes y servicios que adquiere el consumidor medio de un país. Se obtiene, por encuesta, a partir de una muestra de bienes y servicios considerada representativa de la *cesta de la compra* de una familia media. Viene a ser un indicador de la *pérdida de poder adquisitivo* del dinero, y una referencia a la hora de negociar las revisiones salariales u otras rentas familiares. Es por ello el indicador más popular de inflación.

El índice de precios al consumo se obtiene como media aritmética ponderada de los índices de los distintos grupos de bienes que integran la cesta de la compra elaborada a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares. Tanto el número de bienes seleccionados como su *ponderación* dentro de la muestra suelen revisarse al cabo de un determinado número de años para ajustar la estructura de la encuesta a los cambios en los hábitos de consumo de las familias con el paso del tiempo. Esta observación es importante tenerla en cuenta cuando se analizan series temporales de precios relativamente largas. El valor del índice es poco explicativo cuanto está referido sólo a un momento determinado; lo importante es la *tasa de crecimiento* del índice entre dos o más momentos en el tiempo. De ahí que para medir la inflación lo que nos interesa no es tanto el índice de precios como la tasa de variación de ese índice.

A partir del correspondiente índice de precios al consumo nacional, cada uno de los países de la Unión Europea elabora el *índice de precios de consumo armonizado (IPCA)* con una metodología común que sirve de indicador de la inflación en comparaciones internacionales y para hacer el seguimiento de la inflación desde la perspectiva de la política monetaria del Banco Central Europeo. En nuestro caso, el Instituto Nacional de Estadística publica la evolución del índice de precios al consumo para cada una de las diecisiete comunidades autónomas a partir de la misma metodología

utilizada a nivel nacional, aunque la ponderación responde a las peculiaridades de consumo de cada una de ellas.

ESQUEMA 4.4

Índice de precios y tasa de inflación

En su forma más simple, un índice de precios puede obtenerse de la siguiente manera:

$$IPC_t = \alpha_1 \frac{P_{1t}}{P_{10}} + \alpha_2 \frac{P_{2t}}{P_{20}} + \dots + \alpha_n \frac{P_{nt}}{P_{n0}}$$

$$IPC_t = \sum_1^n \alpha_i \left[\frac{P_{it}}{P_{i0}} \right]$$

n = Número de bienes incluidos en la muestra.

α_i = Ponderación del bien i , es decir, peso relativo de cada bien en la cesta.

P_{it} = Precio del bien (i) en el momento de referencia.

P_{i0} = Precio del bien (i) en el momento anterior o momento base.

$$\text{Tasa de inflación} = \frac{IPC_1 - IPC_0}{IPC_0} 100 = \left[\frac{IPC_1}{IPC_0} - 1 \right] 100$$

EJEMPLO 1

A partir de la siguiente información, calcular el índice de precios al consumo y las correspondientes tasas de inflación para los años que se indican:

Ponderación del gasto familiar (α_i)		Coste del bien o servicio (euros)		
		Año 0	Año 1	Año 2
Alimentación.....	30	150	125	175
Vivienda	15	500	550	525
Transporte	12	310	350	400
Vestido.....	10	350	450	475
Otros gastos.....	33	140	155	160
Total	100	1.450	1.630	1.735

Para el año base, el índice de precios al consumo es siempre 100. Por tanto, si tomamos como base el año 0, los índices de precios al consumo serían:

$$IPC_0 = 30 (150/150) + 15 (500/500) + 12 (310/310) + 10 (350/350) + 33 (140/140) = 100$$

$$IPC_1 = 30 (125/150) + 15 (550/500) + 12 (350/310) + 10 (450/350) + 33 (155/140) = 104,4$$

$$IPC_2 = 30 (175/150) + 15 (525/500) + 12 (400/310) + 10 (475/350) + 33 (160/140) = 117,5$$

A partir de los índices al consumo obtenidos, las tasas de inflación interanuales para los períodos indicados serían:

$$\text{Tasa de inflación 1} = \{(104,4/100) - 1\} 100 = 4,4 \%$$

$$\text{Tasa de inflación 2} = \{(117,5/104,4) - 1\} 100 = 12,6 \%$$

Los índices de precios al consumo son los indicadores más populares, pero tienen algunas limitaciones para medir la inflación del conjunto de la economía:

- Un índice de precios al consumo *sólo hace referencia a una muestra de bienes de consumo*. Que se controle este tipo de bienes no siempre significa que se controle la inflación del conjunto de la economía, si los precios de otros bienes —bienes de inversión, productos agrarios, exportaciones, importaciones, etcétera— evolucionan en otro sentido.
- Con el paso del tiempo, el índice de precios al consumo puede *perder validez* como indicador de la evolución del poder adquisitivo de las rentas. A medida que aumenta la renta familiar disponible cambian los hábitos de consumo y la parte de renta que se destina a la adquisición de estos bienes. Este inconveniente ha sido paliado en nuestro país con la incorporación de un sistema de actualización anual de la ponderación a partir de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares.
- Un índice de precios al consumo no siempre es un indicador homogéneo y útil en *comparaciones internacionales*, puesto que la composición y ponderación de los bienes y servicios que se consideran en la cesta de la compra pueden variar de un país a otro. Este inconveniente no existe cuando la comparación se refiere a los países de la Unión Europea a través del índice de precios al consumo armonizado obtenido con una metodología común.
- La gran ventaja de los índices de precios al consumo es su *inmediatez*. El hecho de que se obtenga a partir de una encuesta hace posible que la información sobre la evolución de los precios al consumo se obtenga con relativa rapidez; por lo general, con un desfase temporal no superior a un mes. Esta característica lo convierte, a pesar de los inconvenientes citados, en uno de los indicadores de inflación más aceptados en todos los países del mundo y utilizados en comparaciones internacionales de inflación.

ESQUEMA 4.5

Características del IPC, base 2006

El actual sistema del IPC entró en vigor en el año 2001 y tiene su continuidad en la base 2006. Recaba información sobre 220.000 precios mensuales de 491 artículos obtenidos a partir de una muestra de 33.000 establecimientos aproximadamente, repartidos en 177 municipios españoles.

La composición de la cesta de la compra y la actualización de las ponderaciones parte de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF), que proporciona información sobre el gasto que realizan los hogares residentes en las diferentes partidas de consumo.

Grupos	Ponderación 2007
Alimentos y bebidas no alcohólicas	22,06
Bebidas alcohólicas y tabaco	2,82
Vestido y calzado	9,03
Vivienda	10,36
Menaje	6,15
Medicina	2,83
Transporte	14,89
Comunicaciones	3,58
Ocio y cultura	7,11
Enseñanza	1,60
Hoteles, cafés y restaurantes	11,55
Otros bienes y servicios	8,02
General	100,00

Para mantener la representatividad del IPC, cada año se revisan parcialmente las ponderaciones y se actualizan las partidas que lo precisen por haberse experimentado cambios en la estructura del gasto de las familias. Las revisiones anuales se completan con una actualización de toda la estructura de las ponderaciones cada cinco años.

Índice de inflación subyacente

Es un índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), obtenido a partir del índice de precios al consumo excluyendo los *alimentos no elaborados* y la *energía*, que son dos componentes muy volátiles de la cesta de la compra.

ESQUEMA 4.6
Inflación subyacente

Cesta IPC	Total bienes y servicios que conforman la cesta de la compra:
	— Alimentos no elaborados.
	— Energía.
	= Cesta IPSEBENE Bienes y servicios elaborados no energéticos.
	= Cesta IPSEBENE = Cesta IPC – (Alimentos no elaborados + Energía)
$\text{Tasa de inflación subyacente} = \left[\left(\frac{IPSEBNE_1}{IPSEBNE_0} \right) - 1 \right] 100$	

La evolución de los precios de alimentos sin elaborar está condicionada en buena parte por las condiciones climatológicas, y los precios de la energía por la situación política y social que caracterizan a los mercados internacionales de crudo. La trayectoria, a veces muy errática, de estos precios, difícilmente puede ser controlada por los responsables de la política económica nacional.

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información:

			IPC por grupos de bienes		
			Índice general	Alimentación	Bienes industriales
					Servicios
2000	Junio		121,0	117,5	118,3
	Julio		121,3	117,4	118,3
	Agosto		121,8	117,9	118,8
			—	—	—
2001	Marzo		123,0	120,1	118,8
	Abril		123,3	120,2	119,0
	Mayo		123,5	120,3	119,1
	Junio		123,5	120,2	119,2
	Julio		124,0	120,7	119,1
Determinar:			1. Tasa interanual de inflación en julio 2001.		
			2. Componentes más inflacionistas durante el segundo trimestre de 2001.		

1. Tasa de inflación interanual = $\{(IPC \text{ julio } 01/IPC \text{ julio } 00) - 1\} 100 = 2,2 \%$.
 2. Tasa de inflación trimestral = $\{(IPC \text{ junio } 01/IPC \text{ marzo } 01) - 1\} 100 = 0,4 \%$.
- Alimentación = 0,08 % Bienes industriales = 0,34 % Servicios = 1,14 %
 El componente más inflacionista es el sector servicios.

Que el número de componentes de la cesta de la compra del índice de inflación subyacente sea menor que el número de componentes del índice de precios al consumo no significa que la tasa de inflación subyacente siempre sea menor que la medida con el índice precios al consumo. Será mayor, igual o menor de acuerdo con la evolución de los componentes respectivos.

Deflatores implícitos (DI)

Un deflactor implícito es un índice de precios obtenido por comparación de una magnitud en términos nominales (euros corrientes) y términos reales (euros constantes).

El deflactor más utilizado como indicador de la inflación de una economía es el *deflactor implícito del PIB*. Permite conocer la evolución de los precios de todos los bienes y servicios de esa economía a partir de la valoración del producto interior bruto en términos nominales y reales. Del mismo modo pueden utilizarse deflatores de cualquier componente de la demanda, oferta y renta del cuadro macroeconómico.

Como en el índice de precios al consumo, lo importante no es conocer el valor del índice referido a un solo momento de tiempo, sino su *tasa de variación* entre dos o más momentos.

ESQUEMA 4.7

Deflatores implícitos

A partir del *PIB* o cualquier otro componente de demanda, oferta o renta.

$$DI \text{ PIB} = PIB \text{ precios corrientes} / PIB \text{ a precios constantes}$$

$$\text{Tasa de inflación} = \left[\left(\frac{DI \text{ PIB}_1}{DI \text{ PIB}_0} \right) - 1 \right] 100$$

Aspectos a tener en cuenta a la hora de utilizar deflatores:

- Ofrecen mayor *grado de cobertura* frente al *IPC* como indicador de inflación global de una economía. Tienen en cuenta todos los bienes y servicios producidos y no sólo los de consumo.

- Pueden obtener deflatores *homogéneos* para cualquier componente del *PIB* por el lado de las rentas —deflatores de salarios, excedente de la explotación, impuestos—, por el lado de la demanda —deflatores de consumo, de inversión, de importaciones y exportaciones— o por el lado de la oferta en términos de actividades económicas, de gran utilidad para detectar las variables explicativas del comportamiento agregado de la inflación.
- Su principal inconveniente está en que la información sobre deflatores se conoce con *relativo retraso* —a veces más de seis meses— debido a que previamente debe elaborarse la contabilidad nacional y obtenerse las correspondientes macromagnitudes con suficiente grado de desagregación.
- Otro aspecto a considerar es que dentro del producto interior bruto se incluyen una serie de bienes y servicios que no son objeto de mercado (sanidad pública, enseñanza, etc.), en cuya valoración se utilizan *precios estimados*, sujetos a cierto margen de error.

Otros indicadores de inflación

Los indicadores de inflación no se agotan con los mencionados hasta ahora. De hecho, los organismos oficiales elaboran numerosos indicadores entre los que pueden destacarse:

- *Índice de precios industriales (IPRI)*. Es un índice sectorial de inflación elaborado mediante encuesta a empresas industriales. Con este índice se pretende captar el precio de la producción industrial de origen y destino interior en términos de «salida de fábrica» o «precios básicos», es decir, el campo de cobertura de este índice excluye los productos importados y exportados y también el efecto de los impuestos indirectos (IVA) sobre el precio final del producto.
- *Índice de precios percibidos por los agricultores (PPA)*. En nuestro país este índice es elaborado por el Ministerio de Agricultura con periodicidad mensual. Sirve de guía a la política de rentas agrarias (subvenciones y otras medidas de protección) y como indicador complementario del componente alimentos no elaborados incluido en el índice de precios al consumo.
- *Índice de valor unitario de importaciones/exportaciones (IVUM/IVUX)*. Son índices elaborados por el Ministerio de Economía, con periodicidad mensual, a partir de los registros de comercio exterior. Estos índices se publican desagregados por destino económico de los bienes, en tres grandes grupos: bienes de consumo, intermedios y energía. Este último, obtenido a partir de las importaciones de crudo, recoge directamente el impacto de los cambios de precios en los mercados internacionales de crudo sobre la economía nacional.

¿Qué índice de inflación elegir?

La elección del índice de precios más adecuado como indicador de inflación dependerá del objetivo final del análisis a efectuar. Por ejemplo, si se busca un diagnóstico

tico inmediato de la situación general del país, el índice de precios al consumo puede resultar un indicador conveniente. Si, por el contrario, lo que se pretende es un análisis matizado de competitividad de nuestros bienes y servicios frente al exterior, los deflatores implícitos de exportaciones e importaciones serán indicadores más adecuados de la evolución de los precios.

¿Qué puede hacerse para amortiguar la inflación?

Con una finalidad didáctica, los manuales de macroeconomía diferencian distintos tipos de inflación y proponen soluciones en función del origen de la misma; pero, en la práctica, no tiene sentido buscar explicaciones al proceso inflacionista desde una sola perspectiva. El proceso tiene tendencia a autoalimentarse por las reacciones de defensa de los agentes económicos y a convertirse en un problema donde causas y consecuencias se funden unas con otras.

Por tanto, la siguiente relación de explicaciones sobre la inflación no deben entenderse como excluyentes sino como partes de un proceso único donde predomina uno u otro aspecto.

Inflación de demanda

Tiene su causa principal en un crecimiento excesivo de la demanda de bienes y servicios por encima de la capacidad productiva de la economía. Junto a la subida del índice de precios, los síntomas que acompañan este proceso son un aumento de la actividad económica y el empleo a corto plazo, y además una tendencia al déficit en el saldo neto exterior derivado del crecimiento de importaciones.

Desde este diagnóstico, para corregir la inflación debe actuarse sobre los recursos disponibles para el gasto de los agentes económicos y esperar a que tal medida frene el crecimiento de la demanda hasta alcanzar los niveles no inflacionistas. En la práctica, esa actuación se concreta en programas de política económica dirigidos a:

- Limitar el gasto en consumo del sector privado, mediante *política monetaria* restrictiva con tipos de interés más elevados.
- Moderar el crecimiento de los salarios mediante *pactos de rentas* entre los agentes sociales a fin de controlar la renta disponible de los hogares para el consumo.
- Limitar el gasto de las Administraciones Públicas en bienes y servicios mediante presupuestos restrictivos, es decir, *política fiscal* restrictiva.

Como ya hemos comentado, la efectividad de tales medidas no está garantizada. Depende, entre otras cosas, de la capacidad de los agentes económicos para prever y defenderse de esas medidas. Por ejemplo, si ante una medida de carácter restrictivo las familias reaccionan y consiguen mantener su capacidad de compra mediante sub-

das salariales, la esperada reducción de la demanda de consumo, y, por tanto, de los precios, no se alcanzará.

Inflación de costes

Tiene su origen en un aumento autónomo de los costes de la oferta productiva. También se conoce con el nombre de inflación de oferta. A diferencia de la inflación de demanda, los síntomas que acompañan a este proceso son una disminución de la actividad económica y el empleo a corto plazo; en cambio, la presión de las importaciones sobre el saldo neto exterior es menor, como siempre ocurre en situaciones de ralentización de la actividad económica.

Aunque la inflación de costes hace referencia a todos los factores de producción, en la práctica es frecuente que se haga referencia especial a dos en concreto:

- Costes del trabajo en términos de salarios.
- Costes de los recursos naturales, en particular los de la energía y las materias primas.

No todos los aumentos de salarios son inflacionistas. Se requiere, por un lado, condiciones de mercado en auge para que las empresas puedan trasladar el aumento de los costes a los precios; de lo contrario, el aumento de los costes se traduce en ajustes de plantillas y desempleo, pero no en inflación. Por otro lado, sólo son inflacionistas los aumentos de salarios superiores a los de la productividad del trabajo, porque en caso contrario la subida de salarios debe interpretarse como la justa remuneración al factor trabajo por su aportación a la generación de producción.

Cualquiera que sea el origen de la inflación de costes, los remedios que se proponen coinciden con frecuencia en la aplicación de las llamadas *políticas de rentas* —debe entenderse control de rentas salariales— mediante acuerdos entre sindicatos y patronales para limitar el crecimiento salarial. El contenido de esos acuerdos puede variar desde el establecimiento de un nivel máximo de crecimiento que sirva de referencia a la negociación salarial del conjunto de trabajadores asalariados del país, hasta la conclusión de pactos de contenido más amplio donde participa el gobierno y que incluyen compromisos relacionados con otros costes del trabajo, sistemas de contratación, condiciones de despidos, etc.

Los llamamientos a la moderación salarial son casi una constante en los programas de política económica contra la inflación. Se trata de uno de los pocos instrumentos relativamente controlables y con efectos a corto plazo para amortiguar el impacto de los costes de producción sobre la oferta agregada. Además, limita el crecimiento de la renta disponible de las familias y así se alivia la presión del consumo sobre la demanda agregada y los precios. Se entiende ahora la insistencia de los gobiernos en este tipo de medidas.

Cuando se diagnostica una inflación de oferta a causa de la *energía* o *las materias primas*, las propuestas de solución a corto plazo son menos concretas. Se limitan a algunos consejos generales para limitar el consumo de los recursos que más se han

encarecido y nos remiten a la necesidad de aplicar el recetario tradicional para estos casos: una combinación de política monetaria restrictiva y de contención del gasto público y, de nuevo, en la medida que sea políticamente conveniente, promover acuerdos de control de rentas salariales.

Inflación estructural

No se trata de un nuevo tipo de inflación sino de una perspectiva de análisis que completa los enfoques tradicionales demanda-costes. Se concibe la inflación no como un problema coyuntural con soluciones a corto plazo, sino como un fenómeno estructural ligado a *factores institucionales* que limitan el buen funcionamiento y la *competencia de los mercados*, incluido el mercado de trabajo.

— Desde la perspectiva del mercado interno

En condiciones poco competitivas —situaciones de oligopolio o monopolio— las empresas pueden trasladar fácilmente el aumento de los costes a los precios sin temor a reducir sus ventas o sus beneficios. El potencial inflacionista de esta estrategia será mayor en situaciones de demanda pujante y cuanto menor sea la posibilidad de sustitución del bien o factor encarecido, como en el caso de los derivados del petróleo, suministros de energía eléctrica, servicios de telecomunicaciones, determinados servicios públicos, etc.

— Desde la perspectiva del mercado internacional

La rápida apertura a los mercados internacionales ha dado lugar a una fragmentación de los sistemas productivos nacionales en dos grandes grupos de actividades. Por un lado, los sectores que no compiten en el exterior —como son los sectores agrícolas protegidos, industria de la construcción y gran parte de las actividades de servicios públicos— y, por otro lado, las actividades sometidas a la competencia internacional, entre las que se encuentran las industrias más vinculadas a la innovación tecnológica y a los cambios en la demanda externa. Para estas últimas los precios internacionales son el referente que guía la racionalización de sus costes de producción y las mejoras de productividad que los diferencian de los sectores no abiertos a la competencia exterior.

De acuerdo con lo anterior, la inflación de una economía será tanto menor cuanto menor sea el nivel de precios del entorno económico internacional que constituye su principal mercado, y cuanto menor sea el peso relativo de los sectores no competitivos y menos productivos dentro de la oferta agregada de la economía.

A partir de ahí se deducen las *líneas de actuación* más frecuentes de la política antiinflacionista de carácter estructural, con efectos a medio y largo plazo:

— Medidas de *desregulación de mercados* que eviten las situaciones de monopolio y oligopolio que interfieren la competencia y favorecen el traslado de los costes de producción a los precios. Tales medidas se concretan en cambios de

las normas que regulan la participación de los agentes económicos —incluidas las Administraciones Públicas— en los mercados de bienes y factores productivos.

- Evitar el proteccionismo comercial frente a la competencia exterior y favorecer la *apertura a los mercados internacionales* del mayor número de actividades posibles.
- Flexibilizar el mercado de trabajo, evitar la generalización de la negociación salarial y vincular el crecimiento de los salarios a la productividad de cada sector para *evitar el impacto de los costes laborales de los sectores no competitivos* sobre los precios.
- Favorecer la incorporación de la *innovación tecnológica* a los procesos productivos, de modo que se favorezcan los aumentos de productividad que sirven de amortiguador de los costes de los factores productivos —en particular los costes laborales— y de su impacto sobre los precios.

En resumen, en el proceso inflacionista hay de todo: tensiones de demanda, tirón de los costes de producción y rigideces estructurales, que aceleran el crecimiento de los precios. El hecho de que se diagnostique inflación de uno u otro tipo no significa que los responsables de política económica se limiten a aplicar un tipo de medidas concreto. Por lo general se utilizan paquetes mixtos de medidas que, teniendo como instrumento principal la política monetaria, intentan actuar tanto por el lado de la demanda como de la oferta, con medidas a corto plazo y con medidas de carácter estructural con efectos a más largo plazo.

Rasgos generales de la inflación en España

Uno de los hechos más relevantes de los últimos tiempos en las economías desarrolladas es la considerable reducción de sus tasas de inflación. Así, en el conjunto de países de la actual Unión Europea la tasa de inflación promedio ha pasado de estar por encima del 10 por 100 a mediados de los setenta y principios de los ochenta a situarse entre el 2 y el 5 por 100 en la actualidad.

La mayoría de los analistas coinciden en la importancia que ha tenido para la reducción persistente de los precios la combinación de tres circunstancias: la intensa incorporación de *tecnologías* a los procesos de producción, la *integración* de las economías en los *mercados* mundiales, y la *desregulación* de parte de los servicios públicos y privados. Es cierto que la globalización de los mercados internacionales ha hecho más vulnerables a las economías y que las perturbaciones reales y financieras se transmiten más rápidamente de un país a otro, pero, a cambio, les obliga a competir en mercados internacionales, donde la variable precio desempeña un papel clave para mantener sus cuotas de mercado.

Por lo que respecta a la *economía española*, la tendencia a la baja de los precios ha sido todavía más acusada que en otras economías desarrolladas de nuestro entorno:

la tasa de inflación —en términos de precios al consumo— se sitúa en los últimos años por debajo del 5 por 100, un nivel lejano al 10 por 100 de hace una década y mucho más lejano del 20 por 100 que llegó a alcanzar la inflación española en la mitad de los años setenta. Las razones apuntadas para explicar el descenso de la inflación del conjunto de países desarrollados son válidas, con carácter general, para el caso español. Ahora bien, esa trayectoria descendente ha ido acompañada de dos *rasgos que todavía diferencian* la inflación española.

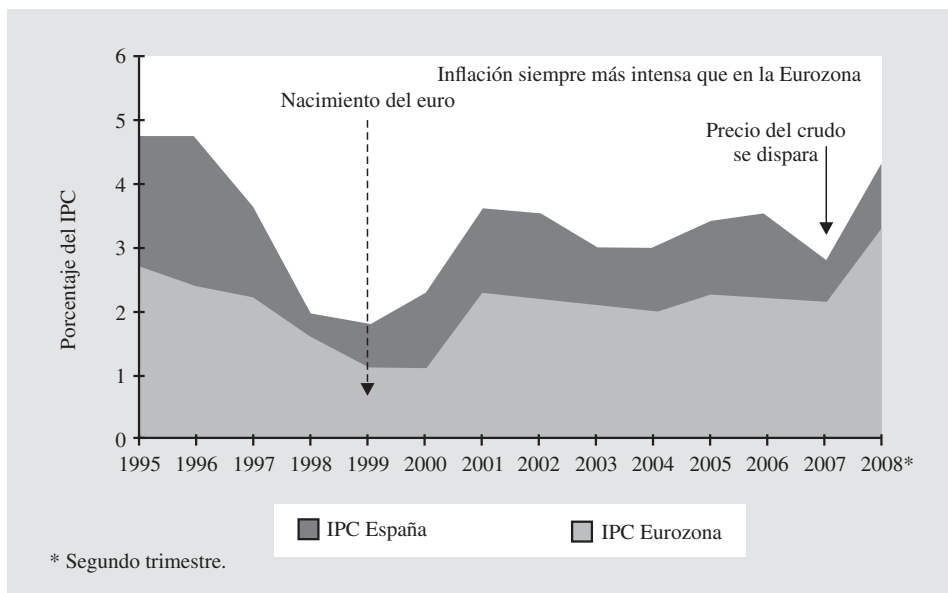


Figura 4.2. Diferencial de inflación España-Eurozona (FUENTE: Síntesis de indicadores Económicos. Ministerio de Economía).

Una inflación más intensa que en los países de nuestro entorno

A pesar del fuerte descenso, la tasa de inflación española durante los últimos años se ha mantenido en torno a un punto porcentual por encima de la media de la Unión Europea. Ese diferencial resulta más del doble con respecto a los países centrales como Francia, Alemania o Reino Unido, nuestros principales clientes en el ámbito europeo, lo cual nos coloca en situación de pérdida continua de competitividad respecto a esos mercados. Con el resto de países de la OCDE, incluido Estados Unidos, el diferencial de inflación es menor, pero la constante apreciación de nuestra moneda respecto al dólar ha deteriorado también la competitividad frente a esos países.

Una de las razones que explica nuestro diferencial de inflación hay que buscarla en el mantenimiento de un modelo de crecimiento basado en la demanda de consumo

y la actividad de construcción. El coste de mantener una demanda nacional acelerada en condiciones de oferta poco flexibles es soportar una mayor inflación.

Por otra parte, la *productividad* de la oferta española es muy inferior a la de los países de nuestro entorno e impide respuestas rápidas de la producción a las tensiones de demanda. Y sin el colchón de la productividad, los aumentos de costes —incluidos los del factor trabajo— se trasladan con mayor intensidad a los precios.

La elevada *dependencia energética* del exterior es otro factor a tener en cuenta. Los sucesivos impactos de los precios de la energía en los mercados internacionales constituyen una amenaza intermitente para la inflación española porque, dada nuestra baja productividad, son fácilmente trasladables a los precios interiores. Además, nuestro consumo de energía por unidad de producto es uno de los más elevados entre los países europeos, lo que nos hace especialmente vulnerables a las subidas de precios en las etapas de crecimiento económico.

Con fuerte resistencia a la baja

La inflación española parece haber encontrado un tope en torno al 3 por 100, difícil de rebajar y mantener en el tiempo. A partir de ese nivel la respuesta de la inflación a la política monetaria u otras medidas antiinflacionistas es muy débil, de forma que *incluso en la fases bajas* del ciclo y menor presión de la demanda *la tasa de inflación no se reduce de forma sustancial* y permanente. Todo lo anterior evidencia que en la inflación española, además de los componentes de la demanda, juega un papel determinante el comportamiento de la oferta productiva, condicionada durante años por limitaciones estructurales y restricciones a la competencia en los mercados de factores. Esto explica que, incluso cuando la actividad económica presenta cierta atonía, la inflación muestre resistencia a bajar y, cuando se produce una expansión de la demanda, las tensiones inflacionistas aumenten.

De hecho, en la economía española todavía se habla con reiteración de un *modelo dual de inflación*, resultado de los cambios en la estructura productiva en las últimas décadas a raíz de nuestra incorporación a los mercados internacionales. La competencia exterior ha afectado, sobre todo, a las industrias de bienes de equipo y bienes de consumo duradero, que no han tenido más remedio que moderar el crecimiento de los precios para mantener sus cuotas de mercado; la renovación tecnológica, la racionalización de los costes de producción y las mejoras en la productividad han sido una constante en aquellos sectores que han sobrevivido a la desaparición de las barreras comerciales con nuestros socios comunitarios manteniendo niveles de precios competitivos.

Otras actividades no están sometidas a la competencia exterior, están muy reguladas o muestran una competencia interna casi inexistente. Este es el caso de algunas actividades de servicios tradicionalmente controladas por monopolios —distribución de energía, telecomunicaciones, etc.—, que durante mucho tiempo se resistieron a la entrada de nuevos competidores en el mercado y aún mantienen cierto control del mercado. Tampoco están sometidas a la competencia del exterior las actividades vinculadas a *construcción*, de modo que la incesante presión de la demanda de viviendas

de los últimos años, estimulada por los bajos tipos de interés y la especulación, se ha transmitido con toda su intensidad a los precios de las mismas, tal y como reflejan los deflatores de estas actividades en la contabilidad nacional.

En los últimos años la *política de desregulación* ha afectado a numerosas actividades del sector servicios; pero la inflación de este sector todavía duplica la tasa del sector industrial, lo que demuestra la necesidad de seguir en la línea de políticas de liberalización y defensa de la competencia que amortigüen la tendencia de determinadas empresas a trasladar cualquier aumento de los costes a los precios como vía para mantener beneficios. Y debe tenerse en cuenta que *una cosa es liberalizar o privatizar* dictando normas generales que establezcan la posibilidad de entrada a nuevos proveedores en los mercados, y otra cosa es *desmonopolizar* determinadas actividades para que exista verdadera libertad de elección por parte de los consumidores en función de distintos precios y calidad del servicio ofrecido. La producción y distribución de energía eléctrica o la de gas son todavía dos ejemplos de la dificultad de liberalizar mercados en nuestro país.

4.2.2. El desempleo como desequilibrio interno

En sentido amplio, el desempleo es un desequilibrio económico originado por la diferencia entre la cantidad de trabajo ofrecida (*OT*) y la demandada (*DT*), en las condiciones y niveles de salarios existentes en un momento dado en el mercado de trabajo. En sentido estricto, por desempleo se entiende el conjunto de *personas en edad activa que, estando dispuestos a trabajar, no tienen empleo*.

La demanda de empleo está directamente vinculada a la actividad económica, de modo que sólo un crecimiento sostenido de la renta puede garantizar el crecimiento del empleo en cantidad suficiente para absorber la población dispuesta a trabajar. Cuando el crecimiento de la demanda de trabajo es insuficiente habrá que buscar la causa en el comportamiento de los componentes de oferta y demanda agregada que se recoge en los cuadros macroeconómicos.

¿Por qué son tan diferentes las cifras de paro?

Porque existen distintas fuentes de información sobre la disponibilidad y grado de utilización de la fuerza de trabajo en la economía:

Censos de población: empleo-paro censado

La información censal suele ser exhaustiva desde el punto de vista cualitativo y poco sujeta a errores de cuantificación. Por ello se considera una fuente muy útil para un análisis de carácter estructural. Sin embargo, dado el largo período intercensal —cinco o diez años según los países—, esa información no es útil para obtener indicadores de paro coyuntural.

ESQUEMA 4.8

Fuentes de información sobre mercado de trabajo

INE. Encuesta de Población Activa (EPA)	Trimestral
Es la fuente más idónea para el seguimiento coyuntural del mercado de trabajo. Proporciona estimaciones de población activa, empleo y paro según las definiciones internacionales. El elevado tamaño de la muestra permite un alto grado de desagregación.	
MTAS. Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales	Mensual
— Encuesta de Coyuntura Laboral (ECL). — Alta laboral en la Seguridad Social. — Movimiento laboral registrado en servicios públicos de empleo. Su periodicidad mensual permite anticipar las tendencias de las variables de la EPA.	
INE. Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)	Trimestral
— Empleo equivalente a tiempo completo (EETC) y remuneración de asalariados (RA) para el conjunto de la economía y las grandes ramas de actividad. — Es la fuente más apropiada para obtener indicadores relacionados con agregados macroeconómicos y empleo, como la productividad del trabajo y el coste laboral unitario (CLU).	

Oficinas de empleo: empleo-paro registrado

Ofrecen información mensual a partir de los registros oficiales de oferta y demanda de trabajo. Los datos de desempleo registrados tienden a *infravalorar las tasas de paro*, ya que, además de excluir por razones administrativas a determinados colectivos de trabajadores, tampoco recogen aquellos parados que no tienen obligación de registrarse para obtener algún tipo de cobertura social o ventaja en la búsqueda de un empleo.

Encuesta de población activa (EPA): empleo-paro encuestado

Los datos sobre desempleo de la EPA suelen denominarse empleo-paro económico o encuestado. Aunque se trata de una información obtenida por muestreo, es el *indicador más aceptado* para medir los desequilibrios en el mercado de trabajo y para realizar comparaciones internacionales. Se elabora con carácter trimestral a partir de una metodología rigurosa y homogénea con el resto de los países de la Unión Europea.

A la hora de clasificar los distintos grupos de población, la EPA no tiene en cuenta la población menor de 16 años. El resto lo clasifica con los siguientes criterios:

- Población inactiva (PI). Personas de 16 o más años no dispuestas a trabajar, es decir, que *no buscan* activamente un trabajo en el momento de la encuesta ni lo han buscado durante la semana anterior. Entre los grupos de personas cali-

ficadas de inactivas, resulta peculiar la consideración de *desanimados* para aquellas que «estando dispuestas a trabajar, renuncian a buscar activamente un empleo ante las escasas posibilidades de encontrarlo»; es un concepto importante para explicar algunas fluctuaciones de la oferta de trabajo de acuerdo con la coyuntura económica y la posibilidad de encontrar un empleo.

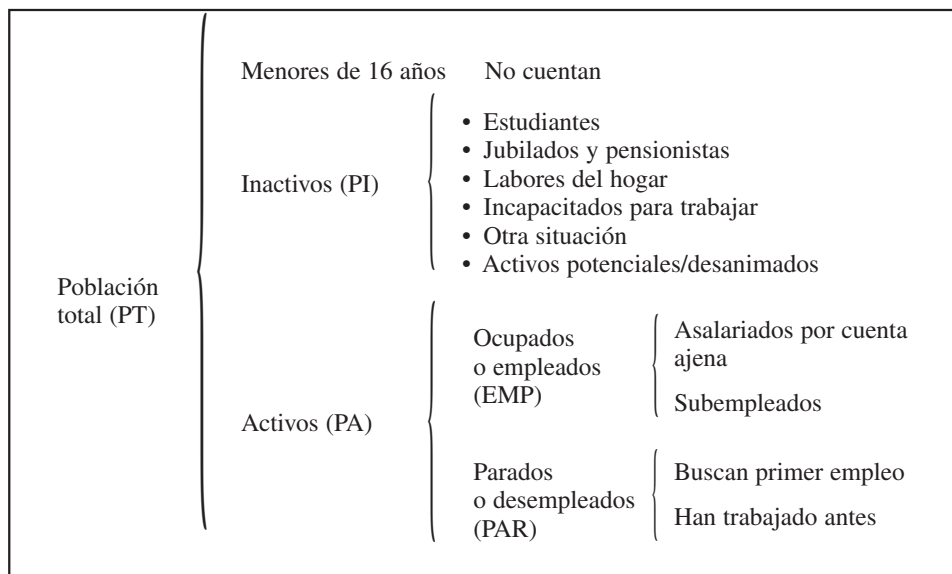
La encuesta también diferencia dentro del colectivo de inactivos aquellos disponibles para trabajar pero que no buscan un empleo por enfermedad, razones familiares, porque no necesitan trabajar, están estudiando o están jubiladas; son los llamados *activos potenciales*, que podrían formar parte de la oferta de trabajo cuando cambien sus circunstancias.

- Población activa (PA). Personas de 16 o más años que *tienen o buscan* un empleo de forma activa mediante registro en las oficinas públicas de empleo en la semana anterior al momento de la encuesta. Desde la perspectiva de mercado laboral, la población activa equivale a la *oferta de trabajo*.
- Población ocupada o empleada (E). Aquella parte de la *población activa que ha trabajado* en la semana de la encuesta al menos una hora. Desde la perspectiva de mercado laboral, la población empleada equivale a la *demanda de trabajo*. En los empleados se diferencia entre:
 - Asalariados y trabajadores por cuenta propia. Se consideran *asalariados* los empleados que desempeñan su actividad a cambio de un sueldo, salario u otra forma de retribución, en metálico o en especie. Ejercen una actividad por *cuenta propia* los empresarios, los trabajadores independientes, los miembros de cooperativas que trabajan en las mismas y los trabajadores familiares no remunerados.
 - Empleados y subempleados. En sentido estricto son empleados los que trabajan a *tiempo completo* o a *tiempo parcial*, en este caso menos de treinta y cinco horas semanales. Son subempleados aquellos que, habiendo trabajado menos horas semanales de las que corresponde a tiempo completo, están dispuestos a trabajar más horas en las dos semanas siguientes a las de la encuesta.
- Población parada o desempleada (PAR). Aquella parte de la población activa que reúne los siguientes requisitos:
 - No tienen trabajo en la semana de referencia.
 - Han buscado trabajo en el mes precedente.
 - Y están dispuestos a trabajar en el plazo de dos semanas.

Para ser declarado parado no basta el registro en la oficina pública de empleo. Es necesario, además, haber estado en contacto con ella durante el mes precedente para recibir información sobre posibles ofertas de empleo. El mero registro en la oficina de empleo sólo otorga la categoría de activo, pero no la de parado con los derechos sociales inherentes a esa situación.

ESQUEMA 4.9

Clasificación de la población según EPA



La metodología utilizada por la EPA ha originado alguna *controversia* respecto a la validez del paro encuestado como principal indicador de desajustes en el mercado de trabajo.

Por un lado se encuentran quienes opinan —entre otros los sindicatos— que la metodología de la EPA *infravalora* las tasas de paro. Se considera inactiva y, por tanto, no presiona la oferta de trabajo, la llamada población *desanimada* —aquellos que no buscan un empleo porque existen pocas posibilidades de encontrarlo—, cuando en realidad se trata de un paro obligado.

Por otro lado, los responsables de la Administración suelen considerar que la EPA tiende a *sobrevalorar* las tasas de paro. Se argumenta que muchas de las personas que se declaran inactivas o en paro en realidad están desempeñando un trabajo remunerado; es decir, no se declara el empleo, que subsiste gracias a la *economía sumergida* que escapa del control oficial.

A partir de 2002, la *metodología de la EPA* cambió con la finalidad de incorporar las nuevas tendencias demográficas derivadas de la inmigración y, sobre todo, para hacer más restrictivo el *concepto de parado*, exigiendo mayores requisitos de inscripción como tal en las oficinas de empleo públicas; de ese modo, una parte de las personas que hasta entonces se consideraban parados pasan a ser considerados inactivos y no presionan la oferta de trabajo. Consecuencia inmediata de tales cambios ha sido una disminución automática de la tasa de paro y una ruptura en las series temporales de muchas variables del mercado de trabajo que deberemos tener en cuenta.

Contabilidad nacional de España (CNE): empleo equivalente a tiempo completo

Además de la Encuesta de Población Activa, la Contabilidad Nacional de España también realiza estimaciones trimestrales de población ocupada y empleo con algunas diferencias metodológicas.

Se introduce el concepto de *empleo equivalente a tiempo completo* (EETC), que tiene en cuenta las *horas trabajadas por persona ocupada*. Por ejemplo, dos trabajadores ocupados a tiempo parcial por la mitad de la jornada habitual se consideran como un ocupado equivalente a tiempo completo. Se estiman valores de este indicador para el conjunto de la economía y las grandes ramas de actividad.

El concepto de empleo utilizado por la CNE no coincide exactamente con el de la EPA. El primero se refiere a la población ocupada que participa en el producto interior bruto —residentes y no residentes en territorio económico—, mientras que el segundo se refiere sólo a la población residente que participa en la producción nacional, trabaja dentro o fuera de territorio económico. Es decir, en la estimación de CNE prima el concepto de empleo *interior*, mientras que en la estimación de EPA prima el concepto de empleo *nacional*.

Las estimaciones de la CNE son más apropiadas para obtener relaciones entre los agregados macroeconómicos y el empleo, tales como la productividad por ocupado, el coste laboral por unidad de producto, etc.

Fuentes complementarias de información

Para contrastar las respuestas de los encuestados, algunos analistas españoles del mercado de trabajo utilizan fuentes de información complementarias como los registros de altas-bajas de la Seguridad Social o las declaraciones de ingresos salariales de la Agencia Tributaria para corregir a la baja los datos de la EPA. Según esas estimaciones, la tasa de paro española quedaría unos dos o tres puntos porcentuales por

ESQUEMA 4.10

Indicadores del mercado de trabajo

PA = Población activa	→ Oferta de trabajo (OT)
EMP = Empleados	→ Demanda de trabajo (DT)
Tasa de actividad potencial = $(PA/16 \text{ y más}) 100$	
Tasa de actividad global = $(PA/PT) 100$	
Tasa de paro = $(PAR/PA) 100$	
Tasa de empleo = $(EMP/PA) 100$	
TEM = Empleos temporales = Total asalariados – Empleos indefinidos	
Tasa de temporalidad = $(TEM/AS) 100$	

debajo de la que actualmente registra la encuesta, lo que la convierte en una referencia muy utilizada por algunos políticos cuando tratan de minimizar el problema del desempleo en nuestro país.

Pero estas fuentes tampoco están exentas de polémica. En los registros de la Seguridad Social se contabiliza el número de afiliaciones, y no de afiliados, de modo que los trabajadores que se dan de alta en más de un empleo son contabilizados varias veces. Otro tanto ocurre con aquellos trabajadores por cuenta propia que se dan de alta para mantener el derecho a percibir pensiones u otras ayudas sociales, aunque no desempeñen actividad alguna o se trate de trabajos eventuales y discontinuos. Por el contrario, no se registran las personas que trabajan en actividades de economía sumergida y que, naturalmente, no se dan de alta en la Seguridad Social.

EJEMPLO 1

De acuerdo con la siguiente información sobre el mercado de trabajo:

	Año 1	Año 2	
Población > 16 años.....	32.300	32.500	Miles de personas
Parados.....	3.350	3.114	
Asalariados.....	9.600	10.230	
Con contrato indefinido	6.450	6.700	
Tasa de paro (porcentual).....	20	18	

Calcular:

1. Tasa de crecimiento de la oferta de trabajo.
2. Tasa de crecimiento de la demanda de trabajo.
3. ¿Aumenta o disminuye la temporalidad? ¿Cuánto?

1. $OT = PA$	Tasa de paro = $(PAR/PA) 100$ $PA = PAR/T$ de paro $PA_1 = 3.350/0,20 = 16.750$	$PA_2 = 17.300$
	Tasa de crecimiento = 3,3 %	
2. $DT = E$	$E = PA - PAR$ $DT_1 = 16.750 - 3.350 = 13.400$ Tasa de crecimiento = 5,9 %	$DT_2 = 14.186$
3. $TT = (TEM/AS) 100$	$TEM = AS - Indefinidos$ $TT_1 = 32,8 \%$	$TT_2 = 34,5 \%$

Indicadores de costes laborales

Con frecuencia, en los cuadros macroeconómicos se incluye información relativa a la evolución de los costes laborales, a fin de informar sobre el comportamiento de un componente de gran influencia, tanto en las condiciones del mercado de trabajo

como en la inflación. El coste laboral es el coste total en el que incurre el empleador por la utilización del factor trabajo e incluye: *sueldos y salarios*, es decir, la remuneración en dinero o especie que reciben los trabajadores por la prestación de sus servicios; *cargas sociales* en términos de cotizaciones a la Seguridad Social, fondos de pensiones, seguros, etc., y, por último, *otros costes* laborales en formación, ayudas y otros servicios asistenciales.

Los organismos oficiales de nuestro país informan de esa evolución mediante índices de costes laborales (ICL) adaptados a los criterios establecidos por Eurostat para todos los países de la Unión Europea.

El indicador de *costes laborales unitarios* (CLU) mide los costes del factor trabajo por unidad de producto. Se calcula relacionando los costes laborales totales —salarios, cargas sociales con cargo a la empresa y las percepciones no salariales— con el producto interior bruto en términos reales o con la productividad por persona empleada o el número de horas trabajadas en un período de tiempo. Los CLU, como relación entre el coste y el rendimiento que obtiene la empresa del trabajo utilizado, son una variable clave para explicar la *demanda de empleo*. Este indicador alcanza su verdadera utilidad cuando se expresa en tasas o índices de variación. Mide la proporción en la que los costes salariales superan el valor real de la producción o a la productividad aparente del trabajo.

Para la interpretación adecuada de este indicador debemos tener en cuenta:

- El índice de CLU no es un indicador de pérdida de poder adquisitivo de los consumidores —en términos de salarios reales— sino un indicador de los costes del factor trabajo. Por ello, adquiere verdadero sentido cuando se compara con la evolución de *otros costes* de producción o con los costes del trabajo de otros sectores o países competidores.
- No todo aumento de costes laborales es *inflacionista*. Sólo son inflacionistas los aumentos de costes laborales superiores a los de productividad del trabajo, porque, en caso contrario, la subida de salarios debe interpretarse como la justa remuneración al factor trabajo por su aportación a la generación de producción. Además, para que las empresas puedan trasladar el aumento de los costes a los precios se necesitan mercados en auge que demanden los bienes producidos, pues de lo contrario el aumento de los costes se traduce en ajustes de plantilla y paro, no en inflación.
- Por la misma razón no todo aumento de los costes laborales *destruye trabajo*. Esto no ocurre cuando, aun superando el crecimiento de la productividad, la demanda es suficiente y la empresa puede trasladar los costes a los precios de los productos.
- En cada fase del *ciclo económico* los costes laborales y la productividad del trabajo responden con ritmo distinto. Mientras que los primeros responden con lentitud a las fases de auge o recesión, la producción —y con ella la productividad— resulta muy sensible a tales fluctuaciones. Ello significa que en *rece-*

sión el indicador CLU puede sobrestimar el verdadero crecimiento de los costes laborales simplemente porque la producción cae más rápidamente y, por el contrario, en *auge* el indicador CLU tiende a subestimar el crecimiento de los costes laborales a medida que la producción aumenta.

La evolución de los CLU debe interpretarse con *referencia a sus componentes*. Si la causa de una reducción de los CLU se debe al aumento de la productividad aparente del trabajo a consecuencia del paro, tal reducción no puede interpretarse como un descenso de los costes laborales en sentido estricto, sino como un indicador de desempleo. Otro tanto ocurre con la posible pérdida de calidad del empleo por la alta rotación en los puestos de trabajo y el coste laboral del trabajo precario.

ESQUEMA 4.11

Deslizamiento salarial, costes laborales unitarios y productividad

— Indicador de deslizamiento salarial (DS).

GMT = Ganancia media por trabajador.

TSM = Tarifa salarial pactada en convenio.

$$DS = \% \Delta GMT - \% \Delta TSM$$

— El indicador de costes laborales unitarios mide los costes del factor trabajo por unidad de producto.

+ *SAL* Salarios

+ *CSE* Cargas sociales con cargo a la empresa

+ *OCL* Otros costes laborales

= *CL* Coste laboral por empleado

PAT = Productividad aparente del trabajo.

$$CLU = CL/PIB \text{ o } CLU = CL/PAT$$

$$\% \Delta CLU = \% \Delta CL - \% \Delta PAT$$

EJEMPLO 2

De acuerdo con la siguiente información sobre el mercado de trabajo:

	Costes laborales (CL)		Productividad del trabajo (PAT)	
	Año 1	Año 2	Año 1	Año 2
País A	22,8	27,2	15,2	17,6
País B	17,0	22,7	11,5	17,0

¿Qué país verá más estimulada la demanda de trabajo? ¿Por qué?

Si lo relevante para la empresa son los CLU:

$$\% \Delta CLU(A) = 19,3 - 15,8 = + 3,5 \%$$

$$\% \Delta CLU(B) = 33,5 - 47,8 = - 14,3 \%$$

Mayor estímulo para la demanda de trabajo en país B porque el coste unitario del trabajo se reduce.

Otro indicador de uso frecuente en los informes y análisis de los cuadros macroeconómicos es el llamado *deslizamiento salarial* (DS). Hace referencia a la diferencia entre las tasas de crecimiento de los salarios nominales pactadas en los convenios colectivos y lo realmente percibido por los trabajadores. Tales diferencias son frecuentes bajo sistemas de negociación colectiva escalonados en distintos ámbitos —nacional, sectorial y de empresa—, que permiten conclusiones de acuerdos diferentes en cada ámbito; es decir, lo que no se consigue en términos de remuneración en la negociación nacional puede obtenerse en la negociación a nivel sectorial o a nivel de empresa, de modo que el resultado final puede diferir de lo pactado en el convenio de ámbito nacional. Este indicador se utiliza como indicio de la presión que ejercen los perceptores de salarios y lo que están dispuestos a ceder los empleadores al margen de los acuerdos institucionales entre sindicatos, patronales y la propia Administración Pública.

El indicador de deslizamiento salarial (DS) también está influido por el ciclo económico y debe ser utilizado con cuidado. Suele ser mayor —ganancia media por trabajador mayor que la tarifa pactada— en los años de débil crecimiento y menor en los momentos de auge, lo cual no siempre significa que las empresas estén más dispuestas a pagar salarios por encima de lo pactado en momentos de recesión y lo contrario en momentos de auge, sino que la evolución del empleo determina la ganancia por trabajador en cada momento.

El desempleo como indicador de desequilibrio interno

Cuando nos referimos a la tasa de paro de una economía aludimos a un desequilibrio no sólo económico sino también social. Esto explica, en parte, que no exista una teoría económica del desempleo que goce del consenso unánime entre los economistas, y que tampoco existan propuestas de política económica contra el paro de aplicación general y eficacia probada a corto plazo para cualquier situación económica. Esta evidencia está relacionada tanto con las características del mercado de trabajo como con la propia naturaleza del desempleo.

Por un lado, se trata de un mercado complejo e intervenido que no cumple ninguna de las características de un mercado competitivo:

- No es homogéneo, porque tampoco lo es el objeto de transacción (empleo). Por el contrario, se trata de un mercado segmentado en mercados parciales en función de factores como la profesión, el grado de cualificación, el sexo o la edad de los trabajadores.

- No es un mercado libre. La oferta, la demanda y los precios están interferidos por decisiones de los agentes económicos —incluidos los sindicatos, las patronales y las Administraciones Públicas— que responden tanto a motivaciones económicas como de carácter social y político. Se trata de un mercado negociado y muy reglamentado, tanto en la entrada como en la salida de trabajadores.
- No es transparente. La información sobre salarios y condiciones del empleo es parcial; por tanto, los ajustes de la oferta-demanda son más lentos que en los mercados de activos reales y financieros.

Por otro lado, el desempleo es un desequilibrio económico de *naturaleza y origen diverso* cuya corrección no responde siempre a las mismas recetas. En este sentido conviene diferenciar entre:

Desempleo cíclico o coyuntural

Aparece cuando el ritmo de crecimiento de la actividad económica es insuficiente para absorber la oferta de trabajo en un período determinado. Está vinculado al ciclo económico y tiene carácter temporal porque disminuye en la medida que se consolidan las fases de auge. Responde bien a las políticas expansivas dirigidas a estimular la actividad económica en un contexto de precios y salarios más o menos contenidos.

Desempleo friccional

Está relacionado con el tiempo necesario que se utiliza para encontrar el primer empleo tras un período normal de formación, o el necesario para cambiar de puesto de trabajo. Es prácticamente inevitable y, en cierto modo, deseable siempre que esa situación sirva para aumentar las posibilidades de encontrar un empleo adecuado a la cualificación que se ofrece y hacer más fluido el mercado de trabajo. Por esa razón, el desempleo friccional se identifica con frecuencia con el concepto de *pleno empleo*.

Aunque puede variar ligeramente según las condiciones del ciclo económico —en recesión el período de espera es mayor y lo contrario en época de auge—, las políticas expansivas de demanda tienen escasos efectos sobre este tipo de desempleo. Naturalmente es mayor en aquellas economías desarrolladas donde la cobertura social del desempleo permite períodos más largos de búsqueda del puesto de trabajo.

Desempleo estructural

Con carácter general puede decirse que tiene su origen en la falta de adecuación de la oferta de trabajo y las exigencias de la demanda. Las razones de esa falta de adecuación son muy distintas y van desde factores de carácter demográfico o sociológico que pueden presionar la oferta de trabajo —burbuja demográfica, incorporación de la mujer al mercado de trabajo, envejecimiento, etc.— hasta los desfases de cualificación de la oferta por innovación tecnológica o el agotamiento del ciclo de vida de ciertos productos, etc.

Se incluye en esta categoría el desempleo supuestamente derivado de la existencia de rigideces institucionales del mercado de trabajo que condicionan la disponibilidad y coste del factor trabajo. Es decir, una regulación excesivamente rígida sobre condiciones de contratación y despidos, sobre fijación de salarios, condiciones de trabajo, etc., puede, en determinadas circunstancias, inhibir a las empresas a demandar algunos tipos de trabajos.

Se trata de un desempleo difícil de medir y poco sensible a las políticas expansivas de demanda dirigidas a estimular la actividad económica. Requiere programas de actuación que combinan medidas de muy diversa naturaleza y cuyos efectos no son visibles más que a medio y largo plazo.

— ¿Tiene la culpa del paro estructural el cambio tecnológico?

Este es un viejo debate que se actualiza continuamente pero todavía no tiene una respuesta unívoca. La medición de los efectos de la innovación tecnológica sobre el mercado de trabajo es compleja, y los numerosos estudios llevados a cabo en este sentido concluyen resultados diferentes en función de los supuestos de partida. En realidad, el efecto neto depende de la intensidad y rapidez con que las pérdidas de los puestos de trabajo obsoletos se compensen o no con la creación de empleos derivados de las mejoras de competitividad, y de la demanda de nuevos bienes y servicios que genera el propio cambio tecnológico.

El resultado final depende, en parte, del ciclo económico. En períodos de auge, la existencia de una demanda de empleo pujante facilita la absorción de esos cambios; por el contrario, en etapas de recesión, cuando la producción y la demanda de empleo se estancan, los aumentos de productividad por innovación tecnológica se consiguen a costa de reducción de plantillas, con el consiguiente efecto negativo sobre el empleo neto. Por esta razón conviene que cualquier diagnóstico sobre los efectos del cambio tecnológico sobre el empleo contemple una perspectiva temporal suficientemente larga para que los ajustes se manifiesten en su totalidad.

En cualquier caso, los empleos que se destruyen por innovación tecnológica no tienen las mismas características que los que se crean, siendo muy difícil que puedan ser ocupados por trabajadores desempleados. Por lo general, la demanda de nuevos empleos exige niveles de cualificación mayores que la de los empleos que desaparecen, de modo que puede darse un aumento del paro de los trabajadores menos cualificados y, a la vez, una escasez de trabajadores cualificados para cubrir las nuevas demandas de empleo, hasta el punto de tener que recurrir, como de hecho ocurre en los países más desarrollados, a la inmigración selectiva de determinados colectivos de profesionales que no encuentran empleo en cuantía suficiente en su propio mercado de trabajo.

— ¿Qué papel juega la inmigración?

En las condiciones demográficas actuales hay pocas alternativas a la inmigración. El aumento de la esperanza de vida y la baja natalidad de las últimas décadas han dado lugar a un progresivo e intenso envejecimiento de la población, con los consiguientes

efectos sobre las tasas de actividad —relación entre activos y población mayor de 16 años— y aumento de las tasas de dependencia, es decir, la proporción entre jubilados y activos. Es un proceso que tenderá a acelerarse en los próximos años y que pone en peligro el futuro crecimiento económico y el mantenimiento del actual sistema de prestaciones públicas.

La inmigración es necesaria como mecanismo para procurar la tasa de actividad que garantice el crecimiento de la renta per cápita y, por tanto, el bienestar económico. Cada vez son más frecuentes situaciones de carencia de mano de obra en sectores o actividades concretas que exigen niveles de cualificación específicos y, si no se cuenta con la inmigración en un futuro inmediato, el paro se verá amortiguado pero simplemente porque *no habrá población activa suficiente* para asumir determinadas tareas indispensables para mantener el crecimiento de la renta y procurar la financiación de la cobertura social a los niveles actuales.

Sin la inmigración, el actual sistema de prestaciones públicas —financiado en un 60 por 100 por cotizaciones sociales de los trabajadores— resultará insostenible a medio plazo. El papel de la inmigración es decisivo para amortiguar el crecimiento de la tasa de dependencia deteriorada por el envejecimiento de la población. En caso contrario, la única alternativa que se plantea es modificar las condiciones del actual sistema de prestaciones, bien aumentando las cargas sobre los trabajadores y empresas bien recortando el grado de cobertura de las mismas. Y cuando se habla de recortar prestaciones no sólo se hace referencia a las pensiones de jubilación, sino a una amplia gama de servicios entre los que se incluyen la atención sanitaria, la educación, el desempleo, etc., de los que los ciudadanos no están dispuestos a renunciar tan fácilmente.

¿Qué puede hacerse para amortiguar el desempleo?

Condición previa

La reducción del paro exige, como condición previa, un crecimiento sostenido de la actividad económica a lo largo del tiempo capaz de generar *confianza entre los empleadores* y, por tanto, demanda de empleo estable. Se trata de amortiguar las fases recesivas del crecimiento económico y evitar las consecuencias sobre lo que calificamos de paro coyuntural o cíclico mediante políticas de demanda de carácter monetario o presupuestario en un contexto de costes laborales moderados.

A partir de ahí, la naturaleza estructural del desempleo necesita de programas de medidas a medio y largo plazo que actúen sobre los mecanismos de ajuste del mercado de trabajo, sobre los aspectos institucionales del mismo y sobre los negativos efectos vinculados a la situación de desempleo. Entre la gran variedad de medidas de este tipo cabe destacar las siguientes:

— Flexibilizar los mecanismos de ajuste del mercado de trabajo

Por un lado, se trata de facilitar el *ajuste vía cantidad* de trabajo con medidas que faciliten la entrada y salida en el mercado de los trabajadores de acuerdo con la evo-

lución de la coyuntura económica. Con ese objetivo se buscan sistemas de contratación más flexibles —trabajo temporal, a tiempo parcial, en prácticas, etc.— que estimulen la demanda de empleo (entrada en el mercado) y una regulación más flexible para los despidos (salida del mercado).

Por otro lado, se procura el *ajuste vía costes* laborales mediante negociaciones salariales ajustadas a la evolución de la productividad y los resultados de los distintos sectores de actividad, reducción de los costes de despidos y costes salariales indirectos (cuotas de las empresas a la Seguridad Social o impuestos sobre la utilización del trabajo, etc.).

— Políticas de empleo

Políticas *activas*, dirigidas a aumentar las posibilidades de los parados de encontrar empleo. Se incluyen en esta categoría una amplia gama de medidas que van desde los incentivos financieros y fiscales a las empresas relacionadas con actividades de los llamados «yacimientos de empleo» o el estímulo al autoempleo, hasta el fomento del empleo público o la colocación preferente subvencionada a colectivos particularmente afectados por el desempleo —jóvenes, mujeres, parados de larga duración—, pasando por la mejora de los sistemas de formación profesional para adaptar la oferta de trabajo a las características de la demanda, la puesta a punto de los servicios de información, asesoramiento y colocación —empresas de trabajo temporal— para evitar el monopolio público de las oficinas de empleo, etc.

Políticas *pasivas*, dirigidas a amortiguar los efectos sociales del desempleo. Incluyen los ajustes o reformas de los sistemas de prestaciones por desempleo (requisitos, cuantía, duración), medidas de prejubilación anticipada y subvencionada, formación de reciclaje en favor de parados de larga duración o colectivos más afectados, etc.

Rasgos generales del mercado de trabajo en España

Cambio y recuperación de tendencia

Después de décadas de mantener las mayores tasas de desempleo de la Unión Europea, nuestra economía entró en una etapa de intenso crecimiento del empleo que rebajó las tasas de paro a niveles próximos a los que correspondía a la media de nuestros socios europeos. Fue el resultado de mantener una tasa de crecimiento de la actividad económica muy superior a la media europea, del abaratamiento relativo del factor trabajo propiciado por un crecimiento importante de la oferta de trabajo en términos de inmigración, y de la flexibilidad del marco de contratación laboral. La crisis financiera internacional y el hundimiento de la actividad de construcción acabaron con esa trayectoria y nos devolvieron al lugar del que salimos: sufrimos una de las tasas de paro más altas de la Unión Europea.

La trayectoria descrita es la evidencia de que todavía existen serios problemas estructurales por el lado de la oferta y la demanda de trabajo que nos diferencian de los

mercados europeos y limitan la capacidad de adaptación de la economía española ante perturbaciones económicas y sus consecuencias sobre el equilibrio interno y externo.

Oferta de trabajo creciente y sensible al ciclo económico

La oferta de trabajo española en términos de tasas de actividad —población en edad de trabajar que participa en el mercado de trabajo— ha crecido rápidamente en los últimos años gracias a la inmigración y a la incorporación de población femenina, de forma que casi iguala a la tasa media de la Unión Europea, cuando apenas hace una década la distancia era de más de ocho puntos.

En nuestro país existe una importante proporción de población inactiva, los llamados desanimados, que sólo se incorporan al mercado de trabajo cuando la mejora de las condiciones económicas aumenta la posibilidad de encontrar un empleo. En buena parte se trata de *jóvenes y mujeres* que prefieren prolongar su período de formación o dedicarse a labores domésticas no remuneradas mientras el mercado no les ofrezca una oportunidad de acuerdo a sus intereses. Constituyen una oferta de trabajo *en reserva* que explica la elevada sensibilidad de la oferta de trabajo española al ciclo económico —aumenta en épocas de auge y se contrae en recesión— y ayuda a entender la razón por la que el desempleo no desciende con la misma intensidad y al mismo tiempo que aumenta la demanda de trabajo en épocas de favorable coyuntura.

Demanda de trabajo poco consistente

Según estimaciones del Instituto Klein, con un crecimiento real del PIB por debajo de un 2 por 100 no hay generación de empleo en nuestro país. Son necesarias tasas de crecimiento superiores al 3 por 100 para que la tasa de paro comience a descender de forma significativa.

Ese límite al crecimiento del empleo se superó con amplitud durante la última etapa de auge de nuestra economía, hasta registrar una de las mayores tasas de creación de empleo del entorno europeo. Una demanda importante en cantidad pero poco consistente desde el punto de vista de su composición y, por tanto, muy vulnerable ante una desaceleración de la actividad económica como la que se inicia a raíz de la crisis financiera internacional.

Algunas características generales de esa demanda de trabajo son las siguientes:

— Demanda concentrada en actividades de construcción y servicios.

Es una tendencia coherente con los cambios en la estructura productiva española de las últimas décadas: estancamiento del empleo industrial y fuerte crecimiento de la construcción y de las actividades de servicios. La intensa demanda de empleo en la construcción fue satisfecha en gran medida por el flujo de inmigrantes llegados a nuestro país a lo largo de la última década y que ahora alimentan las importantes cifras de desempleo en el sector.

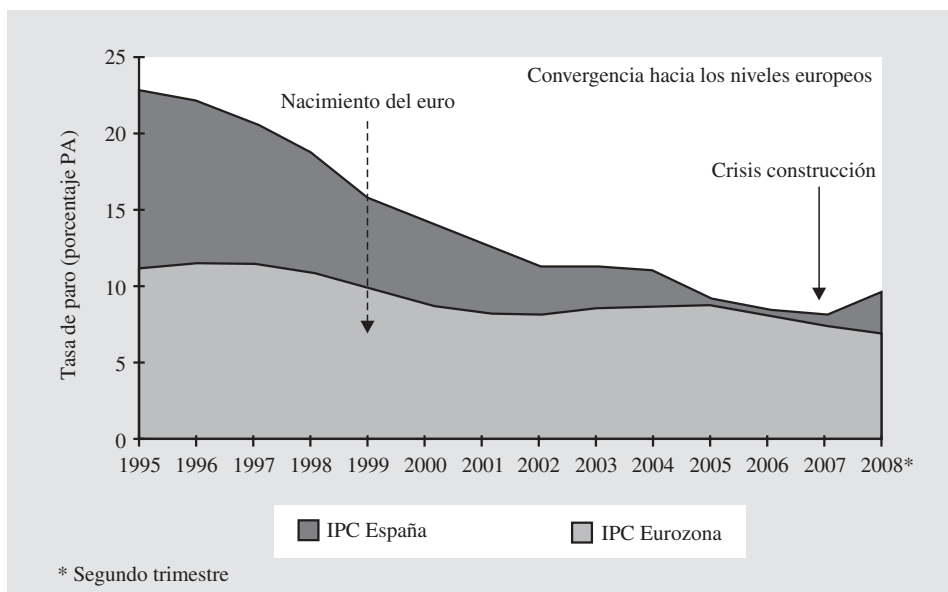


Figura 4.3. Diferencial de paro España-Eurozona (FUENTE: Síntesis de Indicadores Económicos. Ministerio de Economía).

Los servicios, por el contrario, parecen menos vulnerables a los efectos de la crisis económica. Dentro de los servicios, los mayores impulsos se registraron en servicios prestados *a las empresas* —informática, administración, auditoría y otras actividades empresariales—, los servicios de *ocio y personales* —hostelería, personal doméstico, etc.— y los servicios *sociales*. Todas estas actividades superaron la tasa de crecimiento medio del empleo del conjunto de la economía en los años de bonanza económica y son las que menos sufren el desempleo en la recesión.

— Demanda dominada por la contratación temporal.

La contratación temporal afecta a más de la tercera parte de los asalariados españoles, lo que supone casi el triple de la tasa que corresponde a la Unión Europea. La generalización de este tipo de contratos constituye la versión española de flexibilización del mercado de trabajo: menos costes laborales, incluidos los del despido, a cambio de empleo aunque sea temporal. La estrategia tiene también sus inconvenientes para la empresa, pues una excesiva rotación de trabajadores puede afectar la productividad en determinadas actividades donde la experiencia es condición necesaria para desempeñar con eficacia el trabajo.

El sistema de negociación salarial también se resiente de esta situación. La elevada temporalidad lleva a una segmentación del mercado de trabajo entre los trabajadores con contratos indefinidos y elevada capacidad de negociación (*insiders*) y los

trabajadores temporales más vulnerables a los ajustes de plantillas (*outsiders*), que soportan, en términos de menos salarios y mayor precariedad, los posibles aumentos de costes laborales decididos en la negociación colectiva por los primeros.

— Mayor demanda de empleo joven, femenino y cualificado

El crecimiento del empleo de los últimos años lo lidera el grupo de población activa de veinte a veintinueve años, mientras desciende la demanda de menores de esa edad y de los mayores de cuarenta y cinco; es decir, parece que se retrasa la incorporación al mercado de trabajo para mantenerse en el sistema educativo y, a la vez, se excluye antes a los trabajadores de mayor edad con jubilaciones anticipadas. En coherencia con lo anterior, las menores tasas de paro se dan en los colectivos de mayor nivel formativo, esto es, con estudios medios, formación profesional y superiores.

Por otro lado, el ritmo de crecimiento de la demanda de trabajo femenina supera la masculina, lo que no significa que en términos absolutos se contrate a más mujeres. La tasa de actividad de las mujeres es todavía notablemente inferior a la de hombres, aunque la situación está cambiando rápidamente a medida que se incorporan las jóvenes al mercado de trabajo.

— Desempleo concentrado en colectivos específicos

Predominan los trabajadores mayores de cuarenta y cinco años con cualificación obsoleta, mujeres de todas las edades y jóvenes poco cualificados que buscan su primer empleo. Es el núcleo duro del paro en nuestro país, tanto por su importancia en el volumen total de desempleo como por la dificultad que supone su incorporación a la categoría de ocupados. Se trata de paro estructural de larga duración que se multiplica con rapidez en épocas de recesión, pero poco sensible a las políticas expansivas de demanda, un paro que tiene tendencia a acumularse porque el simple paso del tiempo deteriora más la cualificación de los trabajadores y reduce las posibilidades de encontrar un nuevo empleo. Tampoco las políticas laborales activas de carácter general resultan eficaces para combatir este tipo de desempleo. Se necesitan políticas muy específicas diseñadas en función de las características concretas de este tipo de desempleados.

4.2.3. Presupuesto público y estabilización

El déficit presupuestario como indicador de desequilibrio interno

La actividad de las Administraciones Públicas representa una parte importante de la actividad económica global de cualquier economía. De ahí que cualquier decisión sobre los presupuestos públicos tenga repercusiones inmediatas sobre el resto de los agentes económicos y sobre los indicadores de equilibrio interno y externo. Algunas de las vías por las que se transmiten esas decisiones son las siguientes:

- En los mercados de *activos reales*, un exceso de gasto público puede disparar la demanda final de la economía y generar inflación. Por esa vía se deteriora la competitividad en los mercados internacionales de bienes y servicios, se favorece el desequilibrio de balanza de pagos y, en consecuencia, la inestabilidad del tipo de cambio.
- En los mercados de *activos financieros*, un aumento en la demanda de recursos para financiar el exceso del gasto público conduce a un aumento en el precio de esos recursos, es decir, el tipo de interés. Para cubrir sus necesidades de financiación, las Administraciones Públicas emiten instrumentos de deuda pública que compiten directamente en los mercados financieros por la captación del ahorro privado. Se encarecen así los recursos financieros disponibles para el conjunto de la economía, con los consiguientes efectos negativos sobre la producción y el empleo.
- El endeudamiento sistemático a lo largo del tiempo favorece, de nuevo, el crecimiento del gasto público en concepto de intereses de la deuda. De esa manera se dispara un *proceso de autoalimentación* del déficit público que conduce a mayores perturbaciones en los mercados financieros y, en última instancia, en la actividad real y el empleo.

Pero la actividad del sector público no es, por principio, la causa de todos los males que impiden el funcionamiento eficiente del mercado y el origen último de cualquier desequilibrio macroeconómico. El sector público en las economías desarrolladas cumple una triple misión:

- Producir servicios sociales para la colectividad no destinados a la venta.
- Procurar la distribución de la renta y la riqueza para corregir los fallos del mercado.
- Diseñar y poner en práctica políticas fiscales para la estabilización del ciclo.

Cuando el cumplimiento de estos objetivos se hace de forma ineficiente, cuando en las decisiones presupuestarias se atiende más a razones políticas y electorales que a la racionalidad económica, o cuando la magnitud y el control del gasto público se hace difícil, es cuando la actividad del sector público tiende a crear desequilibrios macroeconómicos en los términos indicados más arriba. No se trata de anular la actividad de las Administraciones Públicas, sino de hacerlas más eficientes en el cumplimiento de sus objetivos.

Desequilibrios presupuestarios: déficit público y deuda pública

Diferentes formas de presentar el presupuesto público

El presupuesto público es la expresión contable de los flujos de *ingresos y gastos públicos* durante un período de tiempo determinado. Es el reflejo de la actividad de

las Administraciones Públicas en el sistema económico, y de las decisiones de los responsables de la política presupuestaria de acuerdo con los objetivos generales de la política económica y social del Gobierno. Las partidas presupuestarias pueden ordenarse atendiendo a *criterios diferentes* según cual sea la finalidad del análisis que se pretenda realizar.

- Estructura *orgánica*. Se recogen los flujos de ingresos y gastos distribuidos entre el conjunto de instituciones que conforman el sector de las Administraciones Públicas. Esta clasificación responde a la idea de *control de la gestión* de las Administraciones Públicas. A nivel de máxima agregación, los flujos de ingresos y gastos aparecen agrupados en tres grandes niveles: Administración Central, Administraciones Territoriales y Seguridad Social.
- Estructura *funcional*. Se aplica sólo a los gastos y tiene por finalidad presentar los recursos destinados a los principales objetivos perseguidos por el sector público en el ejercicio de referencia. Se identifica con el gasto asignado a los grandes *programas de actuación* de política económica. Se utilizan diferentes criterios de clasificación funcional, pero es frecuente presentar el presupuesto por partidas agrupadas en cinco o seis categorías de acuerdo con la naturaleza del gasto que incluyen.

ESQUEMA 4.12

Presupuesto de operaciones no financieras/Operaciones corrientes

+ Ingresos no financieros (<i>T</i>)	
+ Ingresos corrientes:	Impuestos directos e indirectos, tasas y otros tributos. Transferencias corrientes: cotizaciones sociales y otras.
+ Ingresos de capital:	Transferencias de capital: para inversiones reales.
– Gastos no financieros (<i>G</i>)	
– Gastos corrientes:	Consumo público: personal, bienes y servicios, etc. Transferencias corrientes: prestaciones sociales y otras. Intereses de la deuda (<i>IDD</i>).
– Gastos de capital:	Inversión pública: infraestructuras, investigación, etc. Transferencias de capital: para inversiones reales.
= Saldo presupuestario $PPT = T - G$	

- Estructura *económica*. Es la de mayor interés desde el punto de vista que nos ocupa. La clasificación económica permite analizar el impacto de la actividad del sector público sobre la actividad económica general, al presentar los ingresos y los gastos agrupados de forma que pueden integrarse en la contabilidad nacional. Facilita el análisis en términos de agregados económicos y permite la elaboración de cuadros macroeconómicos y el seguimiento de la política pública en el contexto de la economía nacional.

Desde la perspectiva económica, los flujos de ingresos y gastos de las Administraciones Públicas se registran atendiendo a dos grandes tipos de operaciones: operaciones *no financieras* y operaciones *financieras*. Ambas integran lo que se llama el presupuesto *consolidado*:

Presupuesto de operaciones no financieras: Operaciones corrientes
 Operaciones de capital

Presupuesto de operaciones financieras: Variación de activos y pasivos financieros

Naturaleza de los desequilibrios presupuestarios

- Déficit/superávit total

Es la diferencia entre los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas resultado tanto de operaciones corrientes como de capital.

$$PPT = T - G$$

$$\begin{aligned} T < G &\rightarrow PPT < 0 \rightarrow \text{déficit presupuestario} \\ T > G &\rightarrow PPT > 0 \rightarrow \text{superávit presupuestario} \end{aligned}$$

Y en términos de sus componentes de ingresos y gastos:

$$\begin{aligned} \text{Transferencias netas} &= TRN \\ \text{Ingresos netos (TN)} &= T - TRN \\ \text{Gasto primario (GPR)} &= G - IDD \\ \text{Intereses de la deuda} &= IDD \end{aligned}$$

$$PPT = TN - (TRN + GPR + IDD)$$

$$\begin{aligned} TN < TRN + GPR + IDD & \quad PPT < 0 \rightarrow \text{déficit presupuestario} \\ TN > TRN + GPR + IDD & \quad PPT > 0 \rightarrow \text{superávit presupuestario} \end{aligned}$$

— Déficit/superávit primario

Es el saldo presupuestario de operaciones no financieras sin tener en cuenta los intereses de la deuda pública (IDD). Los intereses son un gasto rígido resultado de la deuda pública emitida en ejercicios anteriores. Es una partida que no puede utilizarse a voluntad de los responsables de la política económica y puede perturbar el diagnóstico sobre la naturaleza de los desequilibrios fiscales y la posibilidad de corregirlos.

$$\begin{aligned} IDD_t &= i_t \times DP_{t-1} & PPR &= PPT - IDD \\ DPR &= DPT + IDD & &\rightarrow \text{déficit primario} \\ SPR &= SPT - IDD & &\rightarrow \text{superávit primario} \end{aligned}$$

— Déficit/superávit de caja

Hace referencia al saldo de operaciones no financieras, presupuestado o no, *ejecutado hasta el momento* con independencia de los plazos de exigencia. Se identifica con las variaciones de la cuenta corriente del Tesoro Público en el banco central. Este saldo tiene menos importancia para el análisis macroeconómico que los anteriores.

— Deuda pública

Es el valor total del endeudamiento *acumulado* por situaciones de déficit en distintos ejercicios presupuestarios. Equivale al importe de los pasivos financieros en circulación, es decir, *emitidos y no amortizados* por las administraciones públicas: pagarés y letras, bonos, obligaciones, etc.

— Saldo presupuestario y capacidad financiera

El saldo presupuestario de operaciones no financieras enlaza directamente con la capacidad o necesidad de financiación de las Administraciones Públicas registrada en la correspondiente Cuenta Financiera dentro del sistema de cuentas nacionales.

Recordemos que la posición financiera de las Administraciones Públicas está muy vinculada al ciclo económico y a las decisiones de política presupuestaria de los gobiernos. En momentos de *recesión* económica es frecuente que los ingresos públicos no sean suficientes para financiar el gasto público en consumo público, inversiones no financieras y, sobre todo, los programas de transferencias sociales —subsidios de desempleo, etc.— derivados de esa recesión. Se incurre en situaciones de *déficit presupuestario* que deberán financiarse con la emisión de pasivos financieros (bonos, obligaciones, etc.) para captar el ahorro del resto de los sectores.

$$\begin{aligned} RC < IANF &\rightarrow AHF < 0 && \text{necesidad de financiación} \\ &PPT < 0 && \text{déficit presupuestario} \\ &VAF < VPF && \Delta DP \text{ deuda pública} \end{aligned}$$

En momentos de *auge* económico la situación anterior tiende a corregirse. Aumentan los ingresos corrientes y las cotizaciones sociales y, a la vez, disminuye el paro y el gasto público en concepto de las transferencias por desempleo y otras coberturas sociales. Se tiende así a menores déficit o incluso a *superávit presupuestario* que se traducen en menores emisiones de pasivos financieros.

$$\begin{array}{ll} RC > IANF & \rightarrow AHF > 0 \quad \text{Capacidad de financiación} \\ & PPT > 0 \quad \text{Superávit presupuestario} \\ & VAF > VPF \quad \nabla DP \text{ deuda pública} \end{array}$$

EJEMPLO 1

De acuerdo con la siguiente información, en millones de euros corrientes:

	Año 1	Año 2
Ingresos corrientes	253.000	285.000
Ingresos de capital	3.400	3.800
Consumo público	43.000	43.100
Inversiones reales	12.300	12.000
Transferencias corrientes pagadas	120.000	132.000
Transferencias de capital pagadas.....	1.200	1.100
Gastos no financieros	270.200	280.900
PIB	503.000	525.000

Se pide:

1. ¿Superávit o déficit total en los años que se citan? ¿En qué cuantía?
2. Determinar la importancia del desequilibrio presupuestario en relación al PIB.
3. Determinar la cuantía de los intereses de la deuda en esos años.
4. ¿Superávit o déficit primario en los años que se citan? ¿En qué cuantía?

$$1. \quad PPT = T - G$$

$$PPT_1 = 253.000 + 3.400 - 270.200 = -13.800 \rightarrow DPT$$

$$PPT_2 = 285.000 + 3.800 - 280.900 = +7.900 \rightarrow SPT$$

$$2. \quad \begin{array}{l} (-13.800/503.000) \cdot 100 = DPT \text{ 2,7 \% del } PIB_1 \\ (7.900/525.000) \cdot 100 = ST \text{ 1,5 \% del } PIB_2 \end{array}$$

3. No tenemos información directa sobre intereses de la deuda, pero pueden obtenerse de forma indirecta:

$$IDD = \text{Gastos no financieros} - \left(\begin{array}{l} \text{Consumo público} \\ \text{Inversiones reales} \\ \text{Transferencias corrientes pagadas} \\ \text{Transferencias de capital pagadas} \end{array} \right)$$

$$IDD_1 = 270.200 - 176.500 = 93.700$$

$$IDD_2 = 280.900 - 188.200 = 92.700$$

$$4. \quad PTP_1 = PPT_1 - IDD = -13.800 + 93.700 = 79.900$$

$$PTP_2 = PPT_2 - IDD = 7.900 + 92.700 = 100.600$$

En ambos casos hay superávit primario.

¿Qué puede hacerse para corregir el déficit excesivo?

La respuesta parece sencilla en principio: aumentar los impuestos y/o recortar el gasto público. Pero en la práctica esa decisión no está exenta de dificultades, tanto de carácter económico como político. Algunas cuestiones derivadas son las siguientes:

¿Mejor actuar sobre los impuestos o sobre el gasto público?

En principio, actuar por el lado de los impuestos parece más flexible que hacerlo por el lado de los gastos, pero los aumentos de tipos o de las bases imponibles de los impuestos con fines recaudatorios tienen algunas consecuencias no deseables sobre la economía, hasta el punto que los responsables de la política económica conceden a *los impuestos un papel secundario* en las políticas de recorte del déficit presupuestario: los aumentos de presión fiscal pueden frenar la actividad económica y paradójicamente estimular la inflación; en el caso de la fiscalidad sobre la renta disponible de las familias, no sólo afectan el consumo y la actividad presente, sino también al ahorro y la actividad futura. Y eso sin contar con la resistencia social y el coste político que supone cualquier subida importante de los impuestos.

Y dentro del gasto público...

Durante las últimas décadas el *gasto público* ha sido la *principal vía* para tratar de amortiguar los déficit presupuestarios. Aun así no es posible utilizar esta variable con plena libertad. En la práctica los gobiernos tienen comprometida de antemano una parte muy importante del gasto por razones políticas en otros objetivos de cobertura social, distribución de la renta, medioambiente, etc. —en algunos casos hasta el 70 o 80 por 100 del gasto total—, y los márgenes para utilizar esas partidas son más *estrechos* de lo que pudiera parecer en principio.

La elección de una u otra categoría de gasto no es fácil porque, además de las consecuencias de su recorte sobre la actividad económica, hay que contar con las implicaciones sociales y el coste político de la medida. Por su importancia relativa dentro del gasto total, son el *consumo público* y las *transferencias* las partidas sobre las que se carga la mayor parte de los recortes presupuestarios. No obstante, existen limitaciones que pueden hacer inconveniente y costoso esos recortes. Por una parte, las transferencias —en particular los subsidios de desempleo— ayudan a mantener la renta de las familias y la demanda de consumo, lo que ayuda a amortiguar los momentos de recesión económica. Además, hay que contar con la lógica resistencia so-

cial a los recortes de las transferencias menos vinculadas al ciclo económico como las pensiones, las ayudas familiares, etc., pues se trata de derechos adquiridos de cualquier sociedad avanzada y es injusta la congelación o recorte de esas prestaciones.

En suma, no existe una receta única para conseguir el reequilibrio del presupuesto público. La posibilidad de conseguir ese objetivo depende, en gran medida, del ciclo económico, de la magnitud del desequilibrio a corregir y del oportunismo político de los gobernantes de acuerdo con los programas de elecciones previstas en cada momento.

Rasgos del presupuesto público español

— Menor presencia del sector público español en la economía

La importancia del sector público español, medida en términos de gasto público en relación con el PIB, es menor que la media de los países de la Unión Europea. La distancia es mayor con respecto a países como Suecia o Francia, donde la presencia del sector público tiene mayor tradición.

La razón de esa diferencia hay que buscarla en el retraso histórico de nuestro país en la creación de un sistema impositivo moderno capaz de asumir los objetivos que demanda cualquier sociedad democrática desarrollada. Mientras los principales países europeos asumieron esa labor en la década de los años cincuenta, los españoles tuvimos que esperar hasta la restauración de la democracia —veinticinco años de retraso— para ver cómo las primeras reformas del sistema fiscal español perfilaban las figuras impositivas que, con algunos ajustes posteriores, constituyen las principales fuentes de ingresos regulares del presupuesto público.

ESQUEMA 4.13

Ingresos corrientes de las Administraciones Públicas

Impuestos directos → gravan renta y patrimonio:

- Renta de las personas físicas (IRPF).
- Sociedades.
- Otros impuestos: sobre patrimonio, renta de no residentes, sucesiones y donaciones.

Impuestos indirectos → gravan el gasto:

- Sobre el valor añadido (IVA).
- Otros impuestos: transmisiones y actos jurídicos documentados, impuestos especiales.

Cotizaciones sociales → gravan el empleo.

Otros ingresos corrientes: transferencias corrientes internacionales y otros recursos.

— Estructura impositiva semejante, pero mayor peso de las cotizaciones sociales.

El sistema fiscal español tiene una estructura próxima a la de los restantes países europeos, con predominio de la imposición directa sobre la indirecta y fundamentada en tres grandes figuras impositivas: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) e Impuesto sobre Sociedades entre los directos, y el Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) entre los indirectos.

Con todo, la principal fuente de ingresos públicos corrientes son las Cotizaciones a la Seguridad Social (CSS). Su importancia contrasta con la que tienen en otros países europeos donde pesan más los impuestos directos; es por ello que algunos especialistas opinan que el sistema fiscal español grava más la creación de empleo (cotizaciones sociales) que la renta personal y los beneficios de las empresas.

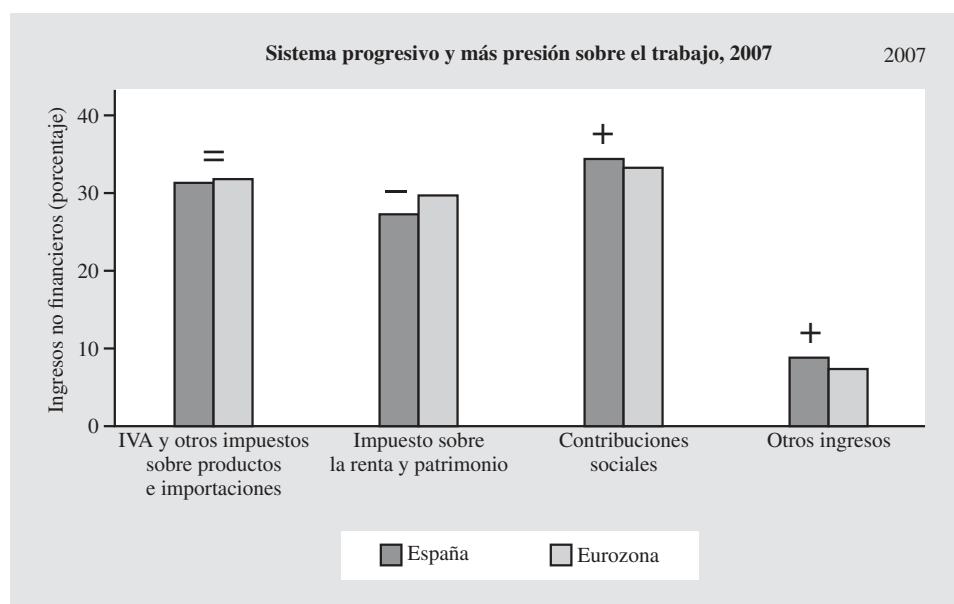


Figura 4.4. Estructura de los ingresos públicos en España y Eurozona (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

— Aumenta la imposición directa a costa de la indirecta

A lo largo de los últimos años, el sistema impositivo español ha sido objeto de reformas con el fin de adecuarlo a las tendencias fiscales que buscan mayor eficiencia productiva a cambio del principio de equidad. Se potencian los impuestos directos en detrimento de los indirectos, a base de incrementar los tipos impositivos sobre el gasto (IVA) y reducir la progresividad del impuesto sobre las rentas mediante escalas de gravamen más estrechas y tipos impositivos más bajos.

El peso relativo de las cotizaciones a la Seguridad Social ha disminuido ligeramente, pero se mantienen como la primera fuente de ingresos y su importancia todavía supera ampliamente a la media de la Unión Europea, donde en algunos países las prestaciones sociales se financian con impuestos.

— Del déficit al superávit presupuestario..., y otra vez al déficit

En poco más de una década (1996-2007) el saldo del presupuesto del sector público español pasó de un déficit del 5 por 100 del PIB a un superávit del orden del 1,5 por 100. Era una tendencia que contrastaba con la seguida por los principales países europeos donde predominaban las situaciones deficitarias más o menos intensas en las cuentas públicas. Esa evolución del saldo presupuestario español estuvo determinada, en gran medida, por dos factores: la favorable evolución del ciclo económico y la política de ajuste fiscal de los sucesivos gobiernos.

La bonanza económica de los años anteriores a la crisis financiera fue determinante en la corrección de los desequilibrios presupuestarios. De forma automática, los aumentos de renta y empleo se tradujeron en aumentos de los ingresos públicos, a la vez que en un alivio del gasto público en concepto de transferencias relacionadas con las prestaciones por desempleo y otras coberturas sociales. En este sentido, la positiva trayectoria de la economía española contrastaba con el declive observado en el crecimiento de la mayoría de los países de la Unión Europea, que no pudieron evitar las consecuencias del estancamiento económico y el desempleo sobre los desequilibrios presupuestarios.

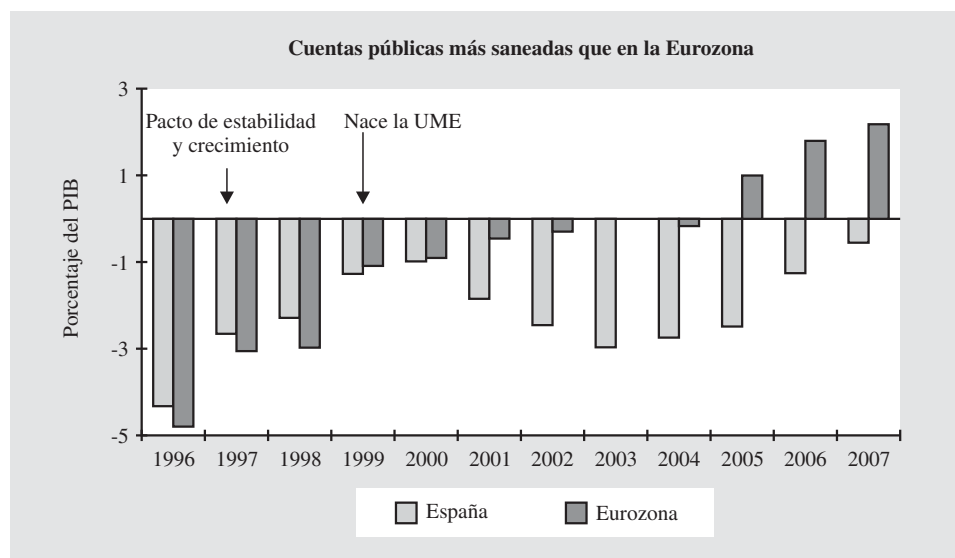


Figura 4.5. Déficit público en España y Eurozona (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

El presupuesto español se benefició también de la política monetaria de bajos tipos de interés mantenida por el Banco Central Europeo para un contexto europeo donde predominaba el estancamiento económico y la inflación contenida. Una política que si bien no ha resultado la más adecuada para nuestras elevadas tasas de inflación, al menos hizo posible una notable reducción del gasto público en concepto de intereses de la deuda.

Pero la corrección del déficit presupuestario no sólo fue consecuencia de la evolución del ciclo económico, sino también de las decisiones de los gestores de la política económica. Como en otros países europeos, desde los años noventa la política fiscal española ha estado condicionada por el compromiso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), donde se establecen los límites a las políticas fiscales nacionales en términos de déficit y deuda pública y se aconsejan las líneas de actuación más adecuadas para la corrección de los desequilibrios presupuestarios.

De cara al futuro, el presupuesto público español presenta algunos frentes a los que habrá que atender y hacer compatibles con los recursos disponibles.

En primer lugar, el período de fuerte desaceleración económica iniciado con la crisis financiera de 2008 va a provocar una vuelta al déficit público durante los próximos años. La desaceleración económica implica, por una parte, una menor recaudación fiscal y, por otra, un aumento de las prestaciones sociales, lo cual se traduce en un deterioro claro del saldo presupuestario. Las implicaciones de esta nueva fase de déficit presupuestarios dependerán de la intensidad de la crisis económica y de su duración.

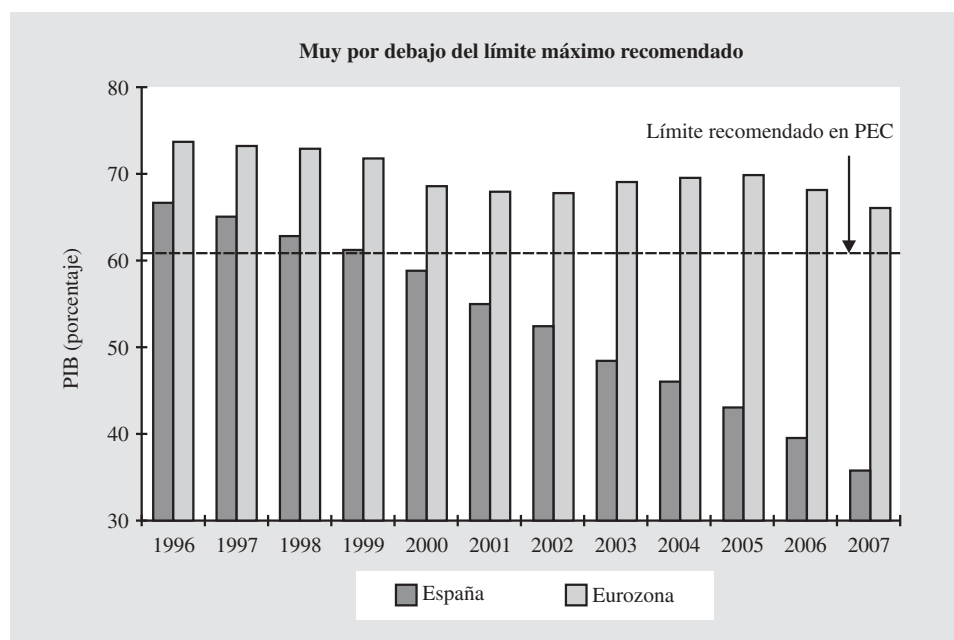


Figura 4.6. Deuda pública en España y Eurozona (FUENTE: Eurostat. Elaboración propia).

En segundo lugar, la evolución de la productividad de la economía española de los últimos años ha sido muy pobre si se la compara con la de la Unión Europea. Ante esa evidencia no parece razonable que el gasto *per cápita* en I+D de nuestro país apenas alcance el 40 por 100 de la Eurozona. Por tanto, en cuanto la crisis lo permita, habrá que asumir mayores asignaciones presupuestarias para financiar la política científica y tecnológica que garantice a medio y largo plazo el crecimiento estable de la actividad económica y el empleo.

Por otra parte, durante los próximos años, al crecimiento de los gastos por desempleo habrá que añadir el crecimiento en pensiones y sanidad derivados del progresivo envejecimiento de la población y el estancamiento de las cotizaciones. Ello puede elevar peligrosamente el déficit presupuestario si no se plantean reformas del sistema de seguridad social que garanticen las pensiones del futuro. El derecho a la protección social pública es un derecho irrenunciable, y por ello deben preverse reformas en el sistema de financiación que hagan compatible ese derecho con la estabilidad presupuestaria.

Por último, con la ampliación de la Unión Europea a veintisiete miembros la cuantía de los fondos recibidos de las instituciones europeas en concepto de transferencias disminuirá notablemente en los próximos años. Habrá que disponer de los recursos nacionales necesarios para evitar su impacto sobre el presupuesto público y, sobre todo, para evitar las consecuencias sobre la actividad económica y el empleo de las regiones menos favorecidas y, en suma, del conjunto del país.

4.3. CRECIMIENTO, PRODUCTIVIDAD Y CONVERGENCIA

4.3.1. Convergencia nominal, real y social

Los indicadores de convergencia miden el grado de aproximación de una economía respecto al conjunto de países del área en el que se integra. Como instrumento de medición se utilizan los cambios en diferenciales de nivel de determinadas variables respecto a la media del conjunto del área de referencia, de modo que existe convergencia cuando se acorta el diferencial entre las variables estudiadas y viceversa.

La *convergencia nominal* está relacionada con el objetivo de alcanzar un crecimiento equilibrado y no inflacionista de la actividad económica a corto plazo. Por tanto, mide la posición relativa de una economía en función de las variables que definen el *equilibrio interno* —diferenciales en la tasa crecimiento del PIB, diferenciales de inflación y de empleo— y de las políticas que lo hacen posible, es decir, los diferenciales de tipo de interés por la política monetaria y los diferenciales de los saldos presupuestarios y de deuda pública como indicadores de la política fiscal.

Los avances en la convergencia nominal son un indicador de sincronía entre las economías que se comparan y contribuyen a hacer más eficaz las políticas comunes

de estabilización macroeconómica del conjunto de área. Además, contribuyen a aumentar la confianza de los agentes económicos sobre la evolución futura de la economía en un contexto de crecimiento estable e inflación controlada.

La *convergencia real* mide el grado de aproximación de una economía a su área de referencia en términos de variables que tienen que ver con el potencial productivo y la capacidad de generar empleo a medio y largo plazo. Proporciona una idea del grado de flexibilidad de la oferta productiva para mantener elevadas tasas de crecimiento económico y adaptarse a los impactos imprevistos que puedan alterar su trayectoria a medio y largo plazo.

Las variables utilizadas para medir la convergencia real están relacionadas con la dotación y productividad de factores —trabajo, capital y progreso técnico— y su capacidad para mejorar la producción por habitante de la economía.

La *convergencia social* mide el grado de aproximación de una economía a su área de referencia en términos de variables que tienen que ver con el bienestar social. Los diferenciales en distribución personal de la renta, en la cobertura del sistema educativo y sanitario o en los costes medioambientales son algunos de los indicadores utilizados en este sentido.

ESQUEMA 4.14

Indicadores de convergencia

Convergencia nominal/diferencial de:	Crecimiento PIB Tasa inflación Déficit público/PIB Deuda pública/PIB
Convergencia real/diferencial de:	PIB per cápita Tasa de empleo/PA Productividad del trabajo Capital tecnológico/PIB Capital humano/PT Gasto en I+D/PIB
Convergencia social/diferencial de:	Tasa de paro/PA Gasto público social/100 hab. Gasto público en educación/100 hab. Gasto público en sanidad/100 hab.

Puede pensarse que los indicadores de convergencia social no siempre se mueven en el mismo sentido que los indicadores de convergencia nominal y real, porque los

equilibrios del presupuesto público podrían lograrse a costa de recortar el gasto de las Administraciones Públicas en educación o sanidad, el crecimiento de la productividad a costa de precarizar el mercado de trabajo, etc.

Los procesos de convergencia nominal, real y social no tienen por qué ser excluyentes. La convergencia nominal tiene por objetivo alcanzar un marco de estabilidad macroeconómica en términos de crecimiento no inflacionista de la renta y el empleo, evitando las interferencias del déficit público en el sistema económico. Ese objetivo es más viable cuando se promueven políticas que estimulan el crecimiento continuado del potencial productivo con mayores dotaciones de capital físico, tecnológico y humano —convergencia real— y se dispone de un clima social adecuado —convergencia social— que favorezca la confianza de los agentes económicos en el sistema económico y su capacidad para mejorar el bienestar económico de los ciudadanos en sentido amplio y no sólo en términos de mayor consumo.

4.3.2. Productividad. Un concepto a manejar con cuidado

La eficiencia de todo proceso productivo tiene que ver con la cantidad de recursos que es necesaria utilizar para obtener una unidad de producto. Una forma inmediata —y arriesgada— de valorar esa eficiencia es comparar los cambios del nivel de productividad a lo largo del tiempo. Sin embargo, no existe unanimidad sobre su concepto, sobre su medición, ni sobre las causas y consecuencias de sus cambios. No se trata de entrar ahora en ese debate, sino sólo de dejar claro algunos conceptos útiles para razonar sobre el papel del factor trabajo en el crecimiento económico.

— Productividad aparente del factor trabajo (PAT)

La productividad aparente del trabajo se define como la relación entre un agregado de producción (*PIB* o *VAB*) y la cantidad de trabajo (personas empleadas u horas trabajadas) utilizado en la obtención del mismo.

$$PAT = PIB/EMP \quad (1)$$

PAT = Productividad aparente del trabajo por hora trabajada.

PIB = Producto interior o valor añadido en términos reales.

EMP = Empleo en términos de horas trabajadas por persona ocupada, es decir, empleo equivalente a tiempo completo (*EETC*).

La evolución de la productividad aparente del trabajo es un concepto a considerar siempre que se tratan cuestiones de crecimiento económico, de empleo y costes laborales. Pero debemos tener en cuenta que sólo es un *indicador aproximado* de eficiencia en el uso del factor trabajo. La productividad del trabajo está a su vez condiona-

da por la eficiencia con que se apliquen el resto de los factores productivos —capital físico, capital humano y tecnología—; por tanto, cualquier valoración sobre la eficiencia de este factor en términos de productividad debe estar referida al comportamiento de las variables económicas que la condicionan. En ningún caso deben confundirse diferencias de productividad con diferencias de capacidad de trabajo o aptitudes personales para desempeñarlo.

No todos los aumentos de la productividad del trabajo pueden considerarse positivos. La productividad puede mejorar tanto aumentando el numerador (el producto o valor añadido), como disminuyendo el denominador (las horas trabajadas por persona ocupada). Pero los *aumentos de productividad a costa del empleo no tienen sentido* ni económico ni social; de ahí que la productividad del trabajo como indicador económico pueda resultar engañosa si no se analizan adecuadamente sus componentes. De hecho, en las etapas de recesión la productividad tiende a aumentar a medida que lo hace el paro y, por el contrario, la productividad tiende a disminuir en etapas de auge porque aumenta el empleo, proporcionando una falsa impresión sobre la situación de la economía.

— Productividad total o multifactorial (PTF)

En sentido estricto, la productividad total de la economía debe medirse a partir de la relación entre la producción y el conjunto de factores que la hacen posible. En los modelos teóricos tradicionales se explica el crecimiento de la producción a partir de la contribución de los factores básicos —trabajo, capital y progreso técnico— que lo hacen posible, pero obtener un indicador de la productividad total de los factores (PTF) plantea muchas dificultades tanto a la hora de definir sus componentes como en la cuantificación del impacto de los mismos sobre la productividad total de la economía.

La intensificación del uso de capital físico influye en el grado de utilización del trabajo, y ambos están condicionados, a su vez, por la *eficiencia* con que se apliquen uno y otro factor. Pero la eficiencia no sólo tiene que ver con la incorporación de nuevos conocimientos o la mejora en la gestión y organización de esos recursos. En la práctica suele identificarse con el *progreso técnico*, un componente poco definido y cuya dificultad de medición lleva a que, en la mayoría de modelos de crecimiento, se le asigne un *carácter residual*. Es decir, se considera que el progreso técnico explica todo aquello que no puede explicar el resto de los factores productivos —trabajo y capital—, y por ello se atribuye a ese componente entre un tercio y la mitad de crecimiento económico de los países avanzados.

Pero la dificultad de medir con precisión los factores impulsores de los cambios en productividad total no impide que se elaboren, con metodologías más o menos heterogéneas, indicadores que permitan comparar situaciones distintas en el tiempo y entre distintas economías. En este sentido, parece que hay unanimidad en aceptar que el *progreso técnico* está vinculado al menos a los siguientes componentes impulsores de la productividad:

- Stock de *capital público*. El capital público hace referencia al conjunto de infraestructuras públicas —transportes, comunicaciones, etc.— que reducen los obstáculos geográficos y los tiempos de abastecimiento, lo que permite un ahorro de costes de transporte y comunicación para las empresas y, por tanto, una mejora en la productividad del sector privado.
- Stock de *capital tecnológico*. Permite elevar la productividad del capital físico y humano. Puede medirse a través del capital generado de forma interna mediante el gasto público y privado en I+D expresado en porcentaje del PIB. Puede completarse con indicadores de generación de patentes y con ratios de capital tecnológico adquirido en el exterior directamente o incorporado a los bienes importados.
- Stock de *capital humano*. Contribuye al crecimiento mediante la mejora en la calidad de la fuerza de trabajo y facilita, mediante la innovación, la adopción de nuevas tecnologías. Es frecuente utilizar como indicador el número de años de escolarización de la población o el gasto público en educación en porcentaje del PIB, entre otros.

Productividad y generación de empleo

En términos formales, el crecimiento del PIB puede desglosarse en dos componentes:

$$PIB = (PIB/EMP) EMP = PAT \times EMP \quad (2)$$

El crecimiento del producto puede expresarse como la suma aproximada del crecimiento del empleo y de la productividad aparente del trabajo y, de ese modo, se obtienen relaciones útiles para explicar la estrategia de crecimiento de una economía.

$$\% \Delta PIB = \% \Delta PAT + \% \Delta EMP$$

En general, la pauta de crecimiento de la actividad económica de los países se sustenta en la creación de empleo y en la productividad del trabajo, si bien puede hacerse con sesgo hacia uno u otro factor. Pero ¿es irrelevante crecer apoyándose en un factor u otro?

Un país que crece apoyándose en la productividad destruyendo empleo no invita a un diagnóstico positivo, pero un país que crece sólo apoyándose en el empleo a costa de un estancamiento de la productividad tampoco refleja una estrategia que pueda mantenerse a medio y largo plazo porque puede poner en peligro el crecimiento futuro de la economía.

El ritmo de crecimiento de la productividad indica el nivel de crecimiento económico a partir del cual una economía comienza a generar empleo. Así, un país que registra un crecimiento de la productividad del 3 por 100 sólo creará empleo si el PIB crece por encima de ese 3 por 100.

$$\% \Delta EMP = \% \Delta PIB - \% \Delta PAT \quad \left\{ \begin{array}{l} \% \Delta PIB < \% \Delta PAT \text{ se destruye empleo} \\ \% \Delta PIB > \% \Delta PAT \text{ se genera empleo} \end{array} \right.$$

El estancamiento de la productividad determina sistemas productivos poco flexibles e incapaces de adaptarse con la rapidez necesaria a los cambios en la demanda o hacer frente a impactos no previstos sobre los equilibrios interno y externo de la economía. Un país que no crece en productividad traslada con más intensidad los costes de producción a los precios y es más propenso a la inflación en épocas de auge y al desempleo en épocas de recesión. Además pierde competitividad en los mercados internacionales frente a aquellos países que procuran crecimientos de la productividad.

En consecuencia, deben procurarse estrategias de crecimiento, del PIB apoyadas en mejoras de la productividad que estimulen la generación de empleo. El crecimiento del empleo es una premisa de cualquier modelo de crecimiento, pero ese empleo no queda garantizado a medio y largo plazo si no va acompañado de aumentos de la productividad con sistemas productivos más eficientes.

EJEMPLO 1

A partir de la siguiente información:

	Año 1	Año 2
<i>PIB pm</i> (millones de euros contantes).....	444.000	525.000
Empleo (millones de personas).....	12	14

1. Calcular la tasa de variación de la productividad aparente del trabajo en el período de referencia.
2. Bajo la hipótesis de que en un período posterior se mantiene el ritmo de crecimiento de la productividad calculado... ¿Cuánto deberá crecer el PIB para conseguir un aumento del empleo de un 2,5 por 100?

$$1. \quad PAT_1 = 444.000/12,0 = 37.000 \text{ €}$$

$$PAT_2 = 525.000/14,0 = 37.500 \text{ €}$$

$$\% \Delta PAT = [(37.500/37.000) - 1] 100 = 1,4 \%$$

$$2. \quad \% \Delta PIB = \% \Delta PAT + \% \Delta EMP = 1,4 + 2,5 = 3,9 \%$$

Productividad y convergencia real

Para analizar los factores que pueden explicar la evolución del proceso de convergencia en el nivel de vida de una economía respecto a su entorno, podemos descom-

poner la expresión (2) desarrollada anteriormente y obtener la misma relación en términos de PIB per cápita de la siguiente forma:

$$PIB = (PIB/EMP) EMP = PAT \times EMP$$

$$PIB/PT = (PIB/EMP) (EMP/PA) (PA/PT)$$

$PIB/PT = PIB_{pc} = PIB$ per cápita.

$EMP/PA = TE$ = Tasa de empleo.

$PA/PT = TA$ = Tasa de actividad global.

PAT = Productividad aparente del trabajo por hora trabajada.

$$PIB_{pc} = PAT \times TE \times TA$$

Puede avanzarse en convergencia real —en términos de *PIB per cápita*— estimulando la productividad del trabajo (PAT), la tasa de empleo (TE) y la tasa de actividad global (TA) de la economía, pero siempre que se actúe sobre todos los numeradores:

- Los aumentos de productividad del trabajo (PIB/EMP) a costa de reducir el empleo no mejoran el PIB_{pc} porque también disminuye la tasa de empleo (EMP/PA).
- Los aumentos de la tasa de empleo (EMP/PA) a costa de reducir la población activa no mejoran el PIB_{pc} porque también disminuye la tasa global de actividad (PA/PT).

Por la misma razón, las estrategias de crecimiento basadas exclusivamente en la creación de empleo no se traducen en mayor convergencia real mientras el crecimiento del producto o valor añadido real no sea mayor que el crecimiento del empleo. Es decir, para mejorar el producto interior bruto *per cápita* es necesario que el crecimiento de la producción se apoye tanto en el aumento del empleo y la tasa de actividad como en la *productividad total* de los factores.

La tasa de actividad tiene limitaciones de carácter demográfico para cambiar de forma sustancial a corto plazo, y aunque la inmigración puede amortiguar esa tendencia no parece suficiente para compensar el freno que impone a la tasa de actividad el envejecimiento de la población en las economías desarrolladas. Por tanto, hay que centrarse en la mejora de la productividad de los factores, procurando aumentos del producto basados en la innovación que tiren del empleo.

Pero la innovación no se improvisa. Exige importantes esfuerzos para asignar recursos públicos y privados a programas de investigación y desarrollo y planes de formación que generen, a medio y largo plazo, el *capital tecnológico y humano* que

alimenta los procesos continuados de innovación. Para aumentar de forma simultánea la productividad y el empleo es necesario avanzar en la aplicación de nuevas tecnologías a los procesos productivos, pero no sólo para reducir los costes de producción, sino también para generar nuevos bienes y servicios diferenciados que mantengan la competitividad exterior. En efecto, la innovación puede ser tanto de producto como de proceso, y abarca también las mejoras organizativas y de gestión comercial.

EJEMPLO 2

Teniendo en cuenta la siguiente información:

$PIB_{pm} = 600.000$ millones de euros	Población total	=	40 mill. personas
	Población activa	=	20 mill. personas
	Población ocupada	=	15 mill. personas

1. Explicitar la ecuación del PIB *per cápita* en términos de productividad, tasa de ocupación y tasa de actividad.
2. Determinar el PIB *per cápita* y la PAT que correspondería a esa misma economía si el mercado de trabajo, estimulado por incorporación de población femenina, aumenta la población activa y el empleo en cinco millones de personas.

$$1. \text{ PIB per cápita} = (PIB/EMP) \times (EMP/PA) \times (PA/PT) = PIB/PT$$
$$= 40.000 \times 0,75 \times 0,50 = 15.000 \text{ €}$$

$$2. \text{ PIB per cápita} = 30.000 \times 0,80 \times 0,625 = 15.000 \text{ €}$$

4.3.3. Crecimiento, productividad y convergencia de la economía española

Patrón de crecimiento: mucho empleo y poca productividad

Desde mediados de los años noventa hasta fechas recientes la economía española fue capaz de crecer y crear empleo a un ritmo muy superior al del conjunto de la Unión Europea, pero no ha podido, simultáneamente, mejorar la productividad del trabajo.

En efecto, la economía española se encontraba entre las más dinámicas de los países avanzados: en el período 1995-2005 la tasa de crecimiento medio anual del producto interior bruto se situó muy por encima del crecimiento del conjunto de la Unión Europea y también fue superior a la tasa de crecimiento de los Estados Unidos. Uno de los indicadores que con más contundencia refleja la prosperidad de la economía española de esos años es la *creación de puestos de trabajo* a un ritmo tres veces superior a la media europea, lo que permitió absorber una cantidad importante

de emigrantes y rebajar la tasa de paro desde un 16 a un 8 por 100 de la población activa, la menor tasa de paro de nuestra historia reciente.

Se trataba de un *empleo de bajo coste* que permitió importantes márgenes de beneficios y el estímulo de la actividad económica. El misterio de este crecimiento de los beneficios se explica, por un lado, por la *moderación salarial* favorecida por el empleo precario, y por otro, por la existencia de una demanda de consumo pujante estimulada por el aumento del empleo, es decir, por la creciente incorporación de consumidores a los mercados de bienes y servicios.

La evolución de la *productividad* del trabajo fue más decepcionante. Desde mediados de los noventa registra una rápida desaceleración hasta alcanzar una tasa anual media acumulativa para el período 1995-2005 próxima al estancamiento, lo que contrasta con la situación observada en otros países europeos, en particular en los nuevos países comunitarios.

En suma, se estima que el crecimiento del producto interior bruto español de los últimos años se ha debido casi exclusivamente —en torno al 90 por 100— al crecimiento del empleo, mientras que el crecimiento de la productividad se limita al restante 10 por 100. Este patrón de crecimiento difiere del seguido por el conjunto de países de la Unión Europea y, sobre todo, por los Estados Unidos, donde la innovación y la continua incorporación de las nuevas tecnologías han propiciado aumentos simultáneos del empleo y la productividad.

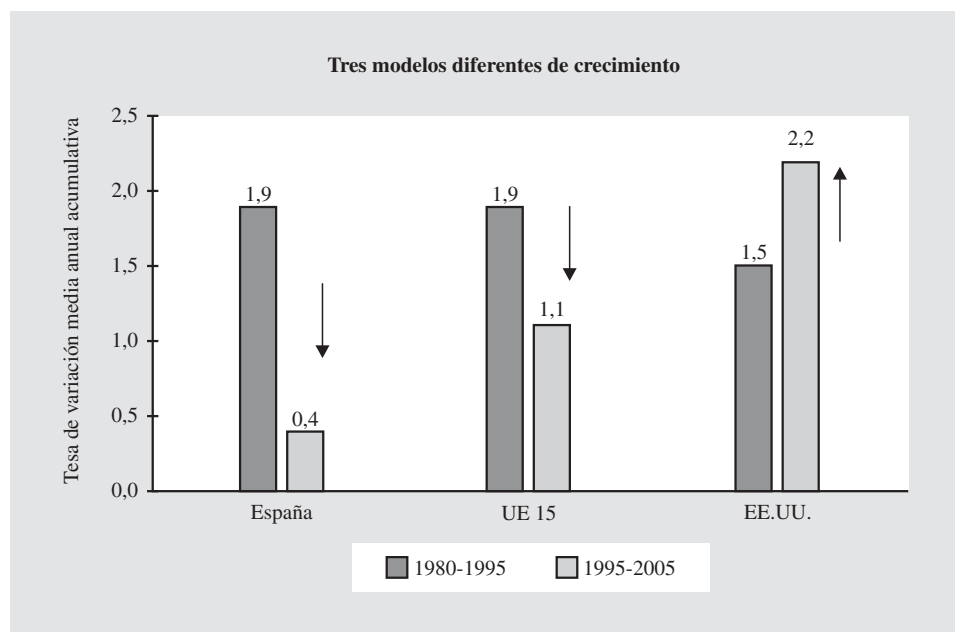


Figura 4.7. Cambios en la productividad (FUENTE: Funcas. Elaboración propia).

No cabe duda de los buenos resultados de esa estrategia de crecimiento en términos de empleo. Ahora la cuestión es: ¿puede mantenerse este modelo de crecimiento a medio y largo plazo? Son muchos los analistas que coinciden en afirmar que esa estrategia de crecimiento tiene serias limitaciones con vistas al crecimiento futuro por las siguientes razones.

A largo plazo parece difícil volver a disponer de fuerza de trabajo tan abundante y barata como en los últimos años. Las previsiones demográficas apuntan hacia una caída progresiva de la población en edad de trabajar debido al envejecimiento de la población, y aunque la inmigración pudiera amortiguar ese proceso el estancamiento en el crecimiento de la población activa parece un hecho bastante probable.

Las diferencias de productividad con los países de nuestro entorno colocan a la economía española en una situación de desventaja a la hora de hacer frente a las fluctuaciones del ciclo económico y amortiguar las consecuencias de los desequilibrios en términos de inflación y desempleo. El manejo de esos desequilibrios no sólo depende de las políticas de demanda, sino también de la capacidad de respuesta de la *oferta productiva*, es decir, del grado de flexibilidad de esa oferta para hacer frente a las tensiones de la demanda o a los impactos externos de cualquier naturaleza.

No puede pensarse en un crecimiento sostenido a medio y largo plazo sin contar con una demanda externa consistente que colabore con la demanda nacional en el crecimiento de la actividad económica. Dadas las condiciones de competencia de los mercados internacionales y las dificultades de las exportaciones españolas para mantener las cuotas de mercados, no parece realista pensar en ganancias de competitividad sólo a través de los precios. Las mejoras de competitividad pasan por obtener bienes y servicios diferenciados y en condiciones de productividad y costes de producción que permitan hacer frente a nuestros principales competidores.

En suma, el crecimiento futuro de la economía española pasa necesariamente por un mayor equilibrio entre generación de empleo y aumento de productividad. De lo contrario, aunque parezca paradójico, la falta de productividad puede convertirse en el principal freno al crecimiento del empleo en el futuro.

Convergencia lastrada por escasez relativa de innovación

El éxito alcanzado por la economía española en términos de crecimiento de la actividad económica no se corresponde con la velocidad de *convergencia real* con la Unión Europea. Tras un período de rápida aproximación, en los últimos años parece que la velocidad de convergencia ha perdido fuerza y, aunque se avanza, cada vez resulta más lenta la aproximación a los niveles medios de PIB *per cápita* de nuestros socios europeos.

La explicación de esa divergencia puede encontrarse en el modelo de crecimiento comentado anteriormente: las estrategias de crecimiento basadas exclusivamente en la creación de empleo no se traducen en mayor convergencia real mientras el crecimiento del producto real no sea mayor que el crecimiento del empleo. Y para aumentar la productividad del trabajo sin sacrificar el crecimiento del empleo es preciso

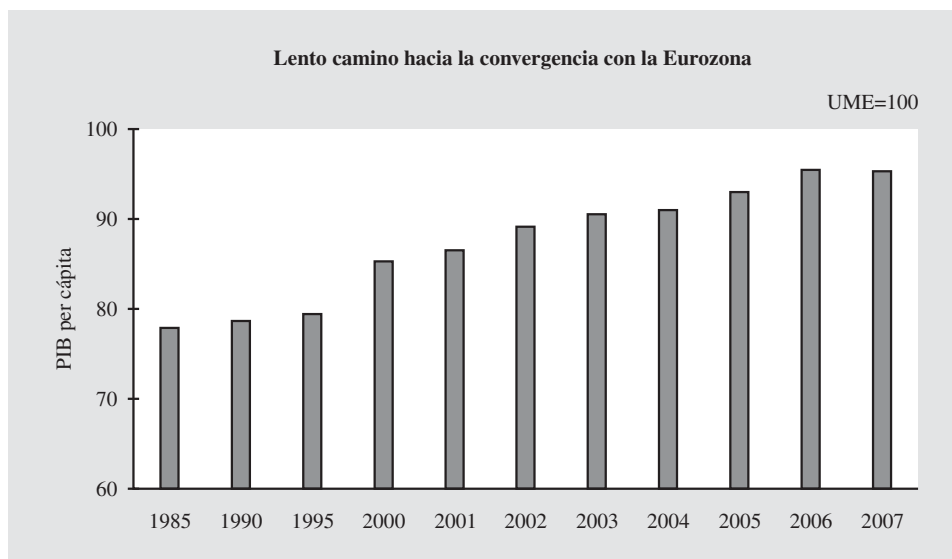


Figura 4.8. Convergencia de España con la Eurozona (FUENTE: Eurostat. Banco de España. Elaboración propia).

aumentar la *productividad total* del sistema productivo. Para lograrlo es necesaria una asignación de mayores recursos públicos y privados a programas de investigación y desarrollo capaces de generar, a medio y largo plazo, el stock de capital tecnológico y humano necesario para potenciar el crecimiento de la producción.

Con la información disponible, parece que esa estrategia no se ha planteado con suficiente intensidad en nuestro país:

- La relación *capital-trabajo* se ha intensificado en la economía española a lo largo de los últimos años, estimulada en particular por la inversión privada, pero su nivel es todavía inferior a la media comunitaria.
- El déficit de *capital tecnológico* es mucho más importante. La proporción de recursos destinados a actividades de I+D apenas alcanza en España algo más de la mitad de los que destina la media de la Eurozona. Es el reflejo del escaso esfuerzo investigador de nuestro país, en particular del sector empresarial privado, que todavía no ha asumido la importancia de este factor en el rendimiento de la actividad económica.
- El *capital humano*, medido en términos de población laboral con estudios superiores, ha mejorado notablemente a lo largo de la última década. Aun así mantenemos un nivel de capital humano inferior a la media de la Unión Europea. La situación es menos favorable si utilizamos un indicador complementario como el gasto público en educación superior por cien habitantes: en

este caso la distancia es mayor porque ni siquiera alcanzamos las dos terceras partes de los niveles correspondientes a nuestros principales socios europeos.

En suma, la economía española ha generado mucho empleo, pero la capacidad de nuestra fuerza de trabajo para generar renta *per cápita* se encuentra lastrada por una evidente escasez relativa de innovación tecnológica respecto a los países más avanzados de nuestro entorno. Es decir, la insuficiente inversión en capital tecnológico y humano durante los últimos años ha frenado la modernización económica y ha situado el crecimiento de la productividad española en los niveles más bajos de la Unión Monetaria, lo cual repercute sobre la velocidad de convergencia con los países europeos más avanzados.

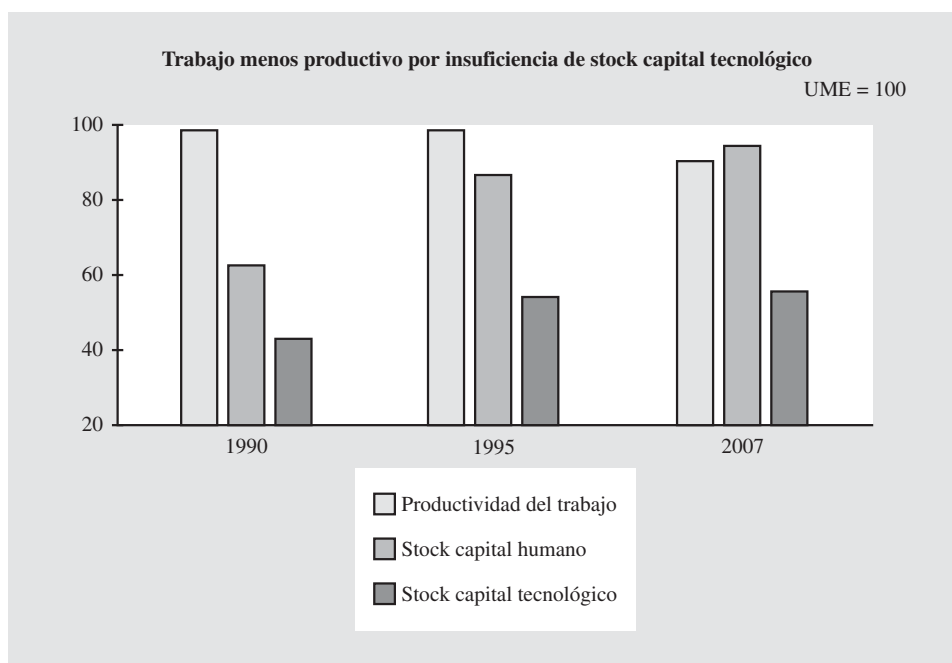


Figura 4.9. Productividad del trabajo y dotación de factores en España y Eurozona (FUENTE: Eurostat y Banco de España. Elaboración propia).

CUESTIONES DE REPASO

1. Diferencias entre producción potencial y producción real.
2. ¿Qué tipo de información incluye un cuadro macroeconómico?
3. Respecto a los escenarios macroeconómicos:
 - a) Un escenario macroeconómico es más que un conjunto de previsiones. ¿Por qué?
 - b) Puesto que las previsiones económicas son poco fiables, ¿para qué sirven?
4. Aspectos a tener en cuenta en la interpretación de un cuadro macroeconómico.
5. Respecto a los desequilibrios macroeconómicos:
 - a) La estabilización económica consiste en frenar el crecimiento de la actividad económica para aproximar a cero la tasa de inflación. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Siempre es mejor una situación de deflación que una situación de crecimiento cero de los precios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Siempre es mejor un superávit que un déficit de la balanza de pagos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
6. ¿Por qué la inflación preocupa tanto a los responsables de la política económica?
7. Respecto a los indicadores de la inflación:
 - a) Ventaja del índice de precios al consumo.
 - b) La tasa de inflación subyacente siempre es menor que la tasa de inflación obtenida del índice de precios al consumo. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) ¿Qué es eso de deflactar?
 - d) ¿Cuándo es preferible utilizar deflactores implícitos en lugar del índice de precios al consumo?
8. Respecto al proceso inflacionista:
 - a) La inflación de demanda siempre va acompañada de superávit de la balanza de pagos. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Las políticas antiinflacionistas por el lado de la demanda no garantizan su corrección. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Todos los aumentos de salarios son inflacionistas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - d) ¿Por qué la recomendación a la moderación salarial es tan frecuente en los programas gubernamentales contra la inflación?
 - e) Causas de la inflación estructural desde la perspectiva del mercado internacional.
 - f) Líneas de actuación más frecuentes para combatir la inflación estructural.
9. En cuanto a la inflación en España:
 - a) Razones generales que explican el descenso de la inflación en los últimos años.
 - b) ¿Por qué la inflación española es más intensa que la de los países de nuestro entorno?
 - c) En la economía española todavía se habla de un modelo dual de inflación. ¿En qué consiste?
10. Respecto a las variables del mercado de trabajo:
 - a) Hay quien piensa que la metodología de la encuesta de población activa infravalora las tasas de desempleo. ¿Por qué?
 - b) Las cifras de paro registrados en la oficinas del INEM son inferiores a las de la encuesta de población activa. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Defina la condición de desanimado según el criterio de la encuesta de población activa.
 - d) Los registros de la Seguridad Social se utilizan para corregir a la baja las cifras de paro de la encuesta de población activa. ¿Cierto o falso? Por qué?
 - e) En épocas de auge, el indicador de costes laborales unitarios tiende a sobrestimar el

verdadero crecimiento de los costes laborales. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

f) ¿Qué es eso del deslizamiento salarial?

11. En cuanto a la naturaleza del desempleo:

- a) El desempleo cíclico aparece en las fases de recesión económica y se reduce en épocas de auge, mientras que el desempleo coyuntural no tiene vinculación alguna con las etapas del ciclo económico. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) El desempleo friccional es mayor en países desarrollados con elevada cobertura social. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) ¿Tiene la culpa del paro estructural la innovación tecnológica? ¿Por qué?
- d) La inmigración es necesaria para cubrir determinada demanda de trabajo, pero reduce la renta *per cápita* del país. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) Las políticas pasivas de empleo van dirigidas a aumentar las posibilidades de los parados a encontrar empleo. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

12. Respecto al mercado de trabajo y los costes laborales en España:

- a) Factores que han presionado la oferta de trabajo española en las últimas décadas.
- b) La tasa de actividad española es superior a la media comunitaria; por eso la tasa de desempleo es mayor en nuestro país. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Los llamados *desanimados* son parte de la población inactiva que se convierten en población activa en las etapas de auge económico. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) La demanda de trabajo española es menos intensa que la media de la Unión Europea; de ahí que la tasa de paro de nuestro país duplique la media comunitaria. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- e) Citar las características generales de la demanda de trabajo española.
- f) El patrón de crecimiento de los últimos años en la Unión Europea y Estados Uni-

dos se ha basado en aumentos de la productividad del trabajo pero con diferencias importantes sobre la creación de empleo. ¿Cuáles son esas diferencias?

13. En cuanto al presupuesto público:

- a) En el presupuesto público los gastos de capital en concepto de inversiones reales se consideran operaciones no financieras. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) El déficit primario es el déficit resultante sólo de operaciones financieras, una vez descontados los intereses de la deuda. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) Diferencias entre deuda pública y déficit público.
- d) ¿Qué tipo de perturbación puede generar un exceso de gasto público en los mercados de activos reales? ¿Por qué?
- e) ¿Qué tipo de perturbación puede generar exceso de gasto público en los mercados financieros? ¿Por qué?

14. Sobre el desequilibrio presupuestario español:

- a) La importancia del sector público español en la economía es inferior a la media de los países comunitarios. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- b) En la actualidad, la principal fuente de ingresos del sector público son los impuestos sobre la renta de las personas físicas. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- c) El déficit público español, en términos de producto interior bruto, supera la media comunitaria. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) Causas del crecimiento del déficit público en la década de los noventa.
- e) Ventajas e inconvenientes para la economía española de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento durante los últimos años.

15. Respecto al concepto de convergencia:

- a) Diferencia entre convergencia nominal y real.

- b) La convergencia nominal, real y social no son excluyentes. ¿Por qué?
16. En relación al concepto de productividad:
- a) ¿Cómo se mide el impacto del progreso técnico sobre la productividad de los factores en los modelos tradicionales de crecimiento?
 - b) En etapas de estancamiento económico la productividad disminuye a la vez que aumenta el paro. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - c) Los aumentos de la tasa de ocupación a costa de reducir la población activa no mejoran el producto interior bruto *per cápita*. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
- d) Los aumentos de la productividad del trabajo a costa de reducir el empleo no mejoran el producto interior bruto *per cápita*. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
17. En cuanto a la productividad y la convergencia:
- a) Las estrategias de crecimiento basadas sólo en la creación de empleo no se traducen en mayor convergencia. ¿Por qué?
 - b) El elevado ritmo de crecimiento de la economía española en la época de auge no se tradujo en una mayor convergencia real con los países de la Eurozona. ¿Por qué?
-

EJERCICIOS DE RECAPITULACIÓN

Ejercicio 4.1

	Millones de euros corrientes		Deflactor implícito	
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Consumo privado	353.000	393.000	135,8	148,8
Consumo público	88.000	105.000	133,3	154,4
Formación bruta capital:	135.000	126.000	129,8	140,0
Exportaciones	94.000	120.000	114,6	126,3
Importaciones	110.000	124.000	101,8	112,7
Impuestos netos sobre los productos:				
IVA	30.000	32.000	157,9	188,2
IM netos	3.000	4.000	60,0	42,1
OIP netos	10.000	11.000	109,9	114,5
VAB pb en:				
Agricultura	22.000	21.000	112,3	103,9
Industria	185.000	187.000	131,0	139,0
Servicios	310.000	365.000	147,5	168,8

A partir de la información macroeconómica anterior:

1. Calcular la tasa de crecimiento real del PIB pm y la tasa de inflación de la economía para el período de referencia.
2. Detectar las variables determinantes de la evolución real de la actividad económica entre los años 1 y 2, a partir de la contribución al crecimiento del PIB de:
 - Demanda nacional y demanda externa neta.
 - Componentes de demanda nacional.
 - Componentes de oferta agregada.
3. Detectar los componentes de demanda y oferta más inflacionistas.

Solución:

1. $\% \Delta PIB_{1,2} = \{(620.000/560.000) - 1\} 100 = 10,7\%$ en términos nominales.
 $\% \Delta PIB_{1,2} = \{(407.103/403.933) - 1\} 100 = 0,8\%$ en términos reales.
 $\% \Delta DI.PIB_{1,2} = \{(152,3/138,6) - 1\} 100 = 9,9\%$ de inflación.

2. A partir de los valores en términos reales, es decir, previamente deflactados:

$$a) \% \Delta PIB_{1,2} = \% \Delta DN_{1,2} (DN_1/PIB_1) + \% \Delta DEN_{1,2} (DEN_1/PIB_1)$$

Demanda nacional	-1,94 %
Demanda externa	2,72 %
PIB pm	0,78 %

$$b) \% \Delta DN_{1,2} = \% \Delta CF_{1,2} (CF_1/DN_1) + \% \Delta FBC_{1,2} (FBC_1/DN_1)$$

Consumo final	1,43 %
Formación bruta de capital	-3,25 %
Demanda nacional	-1,82 %

$$c) \% \Delta VAB_{1,2} = \% \Delta AG_{1,2} (AG_1/VAB_1) + \% \Delta IN_{1,2} (IN_1/VAB_1) + \% \Delta SV_{1,2} (SV_1/VAB_1)$$

Agricultura	0,15 %
Industria	-1,65 %
Servicios	1,50 %
IVA u otros impuestos	0,74 %
VAB	0,74 %

3. Componentes más inflacionistas:

$$\% \Delta DI_{1,2} = \{(DI_2/DI_1) - 1\} 100$$

Componentes de demanda:

Consumo privado	9,6 %	
Consumo público	15,8 %	←
Formación bruta capital	7,8 %	
Exportaciones	10,2 %	
Importaciones	10,7 %	

Componentes de oferta:

Agricultura	-7,5 %	
Industria	6,1 %	
Servicios	14,4 %	←

**Ejercicio
4.2**

Teniendo en cuenta la siguiente información, en millones de euros corrientes:

Ingresos de la explotación:	
Agricultura	1.920
Industria	10.100
Construcción	2.410
Servicios	18.650
IVA que grava los productos	1.920
Impuestos sobre importaciones	390
Otros impuestos sobre los productos	1.550
Subvenciones a la explotación	770
Subvenciones a la importación	30

Calcular:

1. El valor de la oferta productiva en términos de *VAB pb* del conjunto de la economía.
2. El valor de la oferta productiva en términos de *PIB pm*.
3. Respecto a los responsables de la política económica:
 - a) Deciden una política masiva de subvenciones a la explotación en el sector industrial el valor de la oferta productiva en términos de *VAB pb* disminuirá. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?
 - b) Deciden aumentar el impuesto sobre bienes inmuebles a cambio de reducir el impuesto de sociedades en la misma cuantía, el valor de la oferta en términos de *VAB pb* y *PIB pm* no se verá alterado. ¿Cierto o falso? ¿Por qué?

Solución:

1. $VAB pb = 32.310$
2. $PIB pm = 36.140$
3.
 - a) *VAB pb* disminuye, porque para calcular el *VAB pb* se restan las subvenciones.
 - b) *VAB pb* no se altera, porque ambos son impuestos s/producción.
PIB pm tampoco se altera por la misma razón.

**Ejercicio
4.3**

Dada la siguiente información sobre indicadores de inflación:

IPC por componentes. Base julio 1992 = 100										
Período		IPC	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Año 2	Dic	102,2	101,3	102,5	102,7	101,9	101,7	103,2	102,8	102,5
Año 3	Ene	103,2	102,6	102,6	104,3	102,3	102,0	103,9	103,2	103,8
	Feb	103,2	101,3	102,6	105,0	102,7	102,7	104,7	103,7	104,6
	Mar	103,6	101,2	102,9	105,7	103,2	103,6	105,3	104,1	105,4
	Abr	104,0	101,1	103,6	106,3	103,5	104,5	106,1	104,5	106,1
	May	104,3	101,1	104,0	106,7	103,7	104,8	106,5	104,7	106,7
	Jun	104,6	100,7	104,1	107,1	104,0	105,1	107,8	104,8	107,3
	Jul	105,0	101,2	104,1	107,2	104,1	105,4	108,3	104,9	108,0
	Ago	105,6	102,0	104,1	107,6	104,2	105,5	110,1	105,0	108,3
	Sep	106,2	103,5	104,3	107,8	104,3	105,6	110,1	106,1	108,5
	Oct	106,6	104,0	104,9	108,1	104,6	106,0	110,1	107,5	108,6
	Nov	106,8	104,1	105,4	108,8	104,9	106,3	110,1	107,6	108,3
	Dic	107,3	105,7	105,5	109,0	105,0	106,4	109,8	107,9	108,5
Año 4	Ene	108,3	107,2	105,5	110,4	105,3	106,7	111,6	108,6	109,4
	Feb	108,4	106,6	105,6	110,7	105,5	107,4	112,0	108,8	109,8
	Mar	108,7	106,7	105,8	111,0	105,8	108,1	112,3	109,1	110,8
	Abr	109,2	107,4	106,2	111,4	106,1	108,7	112,5	109,3	111,0
	May	109,4	107,1	106,4	111,7	106,2	109,1	113,3	109,6	111,6
	Jun	109,5	106,9	106,5	112,2	106,3	109,3	113,8	109,7	111,8
	Jul	109,9	108,0	106,5	112,3	106,4	109,4	113,9	109,7	112,2
	Ago	110,7	109,0	106,6	112,4	106,3	109,7	115,8	109,7	112,7
Componentes: (1) Alimentación (3) Vivienda (5) Medicina (7) Ocio y cultura (2) Vestido y calzado (4) Menaje (6) Transportes (8) Otros gastos										

Determinar:

- Tasa interanual de inflación en agosto del año 4 y los dos meses más inflacionistas del mismo año.
- Tasa de inflación de los tres componentes más inflacionistas de enero del año 4.
- Suponiendo que, para el año 3, el objetivo de inflación se hubiera establecido en un 4,5 por 100.
 - Detectar el grado de cumplimiento de ese objetivo.
 - Detectar los componentes que quedaron por encima y por debajo de esa tasa de inflación.

Solución:

- Tasa interanual de inflación del año 4 y los dos meses más inflacionistas del mismo año.
 - Tasa interanual de inflación (agosto, año 4): 4,8 %
 - Meses más inflacionistas: enero: 0,9 %
agosto: 0,7 %

2. Tasa de inflación de los tres componentes más inflacionistas de enero del año 4.

Transportes	=	1,6 %
Vivienda	=	1,3 %
Alimentación	=	1,4 %

3. Suponiendo que, para el año 3, el objetivo de inflación se hubiera establecido en un 4,5 por 100.

- a) Detectar el grado de cumplimiento de ese objetivo.

+ Inflación efectiva (año 3)	=	5,0 %
– Inflación prevista (año 3)	=	4,5 %
Grado de incumplimiento	=	+0,5 puntos sobre lo previsto

- b) Detectar los componentes que quedaron por encima y por debajo de esa tasa de inflación.

	<u>%</u>	
6. Transporte	6,4	
3. Vivienda	6,1	
8. Otros	5,9	
7. Ocio y cultura	5,0	
5. Medicina	4,6	
		→ IPC general = 4,5 %
1. Alimentación	4,3	
4. Menaje	3,0	
2. Vestido y calzado	2,9	

**Ejercicio
4.4**

Dados los siguientes datos trimestrales:

Año/trimestre (1)	Población total ¹	Parados ¹	Tasa de actividad (porcentual)
Año 1 I	30.364,5	2.420,5	49,1
II	30.446,8	2.388,2	49,3
III	30.728,4	2.480,0	49,7
IV	30.805,6	2.566,2	49,5
Año 2 I	30.652,6	2.632,1	49,2
II	30.779,8	2.686,0	49,2
III	30.834,2	2.788,9	49,3
IV	30.942,9	3.047,1	49,1
Año 3 I	30.983,6	3.300,3	49,0
II	31.088,1	3.396,7	49,1
III	31.157,9	3.545,9	49,5
IV	31.185,8	3.682,3	49,4
Año 4 I	31.294,3	3.792,8	49,3
II	31.357,4	3.762,9	49,4

¹ Miles de personas.

Determinar:

1. Tasas de crecimiento trimestral de la oferta de trabajo (OT), desde el primer trimestre del año 3
2. Tasas de crecimiento interanual, trimestre a trimestre, de la demanda de trabajo (DT), del año 2 respecto al año 1.
3. Tasas trimestrales de paro del año 3 y 4. Comentar los resultados de acuerdo con la presión ejercida por el lado de la demanda y la oferta de trabajo.

Solución:

1. Tasas de crecimiento trimestral de la oferta de trabajo (OT), desde el primer trimestre del año 3.

$$TA = (PA/PT) \quad OT(PA) = (PT \times TA)100$$

		OT(PA)	%Δ
3	I	15.182	—
	II	15.264	0,54
	III	15.423	1,04
	IV	15.406	-0,11
4	I	15.428	0,14
	II	15.491	0,40

Entorno económico: instrumentos para su análisis

2. Tasas de crecimiento interanual, trimestre a trimestre, de la demanda de trabajo (DT), del año 2 respecto al año 1.

$$DT(E) = OT(PA) - DES$$

		<i>DT(EMP)</i>	<i>%Δ</i>
1	I	12.488	—
	II	12.622	—
	III	12.792	—
	IV	12.683	—
2	I	12.449	-0,3
	II	12.458	-1,3
	III	12.412	-3,0
	IV	12.146	-4,2

3. Tasas trimestrales de paro del año 3 y 4.

$$\text{Tasa de paro} = (DES/PA) 100$$

		Tasa de paro (%)
3	I	21,7
	II	22,3
	III	23,0
	IV	23,8
4	I	24,6
	II	24,3

El paro aumenta cuando la demanda de trabajo crece menos que la oferta.

**Ejercicio
4.5**

Dada la siguiente información macroeconómica:

España		PIB pm ¹		Mercado de trabajo ²			
		Euros corrientes	Euros constantes	Población activa		Parados	
Año 2	III	148.250	100.420	15.201		2.788	
	IV	149.510	99.750	15.193		3.047	
Año 3	I	150.100	99.440	15.182		3.300	
	II	151.250	99.190	15.264		3.396	
	III	152.760	99.310	15.423		3.545	
	IV	154.680	99.520	15.405		3.682	
Año 4	I	157.200	100.170	15.428		3.792	
	II	160.020	100.750	15.490		3.762	
Exterior		%Δ interanual		Índices			
		PIB pm real		Deflactor PIB		Empleo	
		UE	EEUU	UE	EEUU	UE	EEUU
Año 2	III	0,5	2,3	135,0	131,0	106,7	110,0
	IV	−0,1	3,7	136,2	131,9	106,0	110,2
Año 3	I	−1,3	3,2	137,3	133,0	105,4	110,5
	II	−0,7	3,2	138,8	134,1	104,9	110,9
	III	0,1	3,0	139,6	134,6	104,6	111,6
	IV	0,5	3,1	140,6	135,5	104,3	112,4
Año 4	I	1,8	3,7	141,8	136,4	103,8	113,9
	II	—	4,1	—	137,2	—	114,2

¹ En millones euros constantes.² Miles de personas.**Determinar:**

1. Diferencial de España respecto a las áreas económicas que se citan:

- En tasas de crecimiento interanuales de actividad económica, desde el tercer trimestre del año 3.
- En tasas interanuales de inflación, desde el tercer trimestre del año 3.
- En tasas interanuales de crecimiento del empleo, durante ese mismo período de tiempo.

Solución:

		Porcentaje crecimiento interanual			Diferencial porcentaje	
		España	UE	EE.UU.	España-UE	España-EE.UU.
PIB pm						
3	III	-1,10	0,10	3,00	-1,20	-4,10
	IV	-0,20	0,50	3,10	-0,70	-3,30
4	I	0,70	1,80	3,70	-1,10	-3,00
	II	1,60	—	4,10	—	-2,50
Tasa de inflación						
3	III	4,20	3,40	2,70	0,80	1,40
	IV	3,70	3,20	2,70	0,50	1,00
4	I	4,00	3,30	2,60	0,70	1,40
	II	4,20	—	2,30	—	1,80
Crecimiento del empleo						
3	III	-4,30	-2,00	1,50	-2,30	-5,80
	IV	-3,50	-1,60	2,00	-1,90	-5,50
4	I	-2,10	-1,50	3,10	-0,60	-5,10
	II	-1,20	—	3,00	—	-4,20

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

Sitios de información directa:

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (www.ine.es).

Índice de precios al consumo en INEbase

Encuesta de población activa. Metodología 2005

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (www.minhac.es).

Presupuestos generales del Estado: Informe económico y financiero

STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (Eurostat)

(<http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu>).

Euro-indicators

Harmonised indexes of consumer prices

Government finances statistics

Manual de consulta:

VV.AA (2005). *Análisis de la economía española*. Banco de España. Alianza Editorial.

Análisis sobre el sector exterior español y europeo:

Informe trimestral de la economía española. Banco de España/trimestral (www.bde.es).

Informe de inflación.

Cuadernos de Información Económica. Funcas/bimensual (www.funcas.cec.es).

Papeles de Economía Española. Funcas/trimestral.

TÍTULOS PUBLICADOS

- ANÁLISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO DE LA EMPRESA, *R. Garrido Yserte, J. de Lucio Fernández, E. Mañas Alcón y M.ª L. Peinado Gracia.*
- CLAVES PARA EL DISEÑO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN LA ACTUALIDAD, *J. C. Morán Álvarez.*
- CRECIMIENTO Y POLÍTICAS DE INNOVACIÓN. La experiencia en Europa y América Latina, *T. Mancha Navarro y D. Sotelsek Salem.*
- ECONOMÍA DE LA EDUCACIÓN, *J. L. Moreno Becerra.*
- ECONOMÍA DE LA UNIÓN EUROPEA, *E. M.ª Buitrago Esquinas y L. B. Romero Landa.*
- ECONOMÍA DEL CONOCIMIENTO Y LA INNOVACIÓN. Nuevas aproximaciones a una relación compleja, *C. Cañibano Sánchez, M.ª I. Encinar del Pozo y F. F. Muñoz Pérez (coords.).*
- EL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA. Teoría y práctica, *M. P. Sánchez Muñoz y N. Laguna Molina.*
- EMPRESA Y MEDIO AMBIENTE. Políticas de gestión ambiental, *G. Durán Romero.*
- ENTORNO ECONÓMICO. Instrumentos para su análisis, *J. Serrano Pérez (dir.), G. Durán Romero y J. Guimón de Ros.*
- ESTRATEGIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA. Cómo realizar negocios internacionales, *G. García.*
- EVALUACIÓN AMBIENTAL Y DESARROLLO SOSTENIBLE, *A. Erias Rey y J. M. Álvarez-Campana Gallo.*
- GESTIÓN DE COMPRAS EN LA EMPRESA, *A. Errasti (Coord.), J. M.ª Arroniz, S. Martínez Miguélez e I. Yarza.*
- IMPUESTOS PARA TODOS LOS PÚBLICOS, *F. J. Delgado Rivero y R. Fernández Llera.*
- INNOVACIÓN Y GESTIÓN DE NUEVOS PRODUCTOS, *A. P. Fernández del Hoyo.*
- INTRODUCCIÓN A LA ECONOMÍA APLICADA PARA EL PERIODISMO Y LA COMUNICACIÓN, *J. C. Morán Álvarez.*
- LA MEDICIÓN DE LA EFICIENCIA Y LA PRODUCTIVIDAD, *A. Álvarez Pinilla.*
- LOGÍSTICA DE ALMACENAJE. Diseño y gestión de almacenes y plataformas logísticas *world class warehousing*, *A. Errasti (coord.).*
- LOGÍSTICA SANITARIA. Retos y nuevas tendencias, *M. Mediavilla (coord.), A. Errasti, X. Zubizarreta y C. Chackelson.*
- MACROECONOMÍA. Cuestiones y ejercicios, *J. Sánchez Campillo (coord.).*
- MACROECONOMÍA FUNDAMENTAL I, *G. Zevallos Avilés.*
- MANUAL DE ECONOMÍA MUNDIAL, *M.ª Maesso Corral y R. González Blanco.*
- MANUAL PRÁCTICO DE RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA, *J. García del Junco, B. Palacios Florencio, F. Espasandín Bustelo.*
- POLÍTICA ECONÓMICA DEL TURISMO, *J. I. Pulido Fernández (coord.).*

Si lo desea, en nuestra página web puede consultar el catálogo completo o descargarlo:

www.edicionespiramide.es