



---

## Freno al decrecimiento de la economía española

**Yerena Fernández Rebollo** | Licenciada en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid y miembro del grupo de investigación del Observatorio Imagen de España (OIE).

**Jesús Pardo Menéndez** | Licenciado en Derecho, máster en Análisis Económico del Derecho y miembro del equipo de investigación del Observatorio Imagen de España (OIE).

### Tema

Este estudio analiza las fortalezas y debilidades de la economía española durante el último trimestre de 2013. En él se hace hincapié en varios factores de su evolución, que se puede considerar relativamente positiva: la mejoría de la demanda interna y del sector exterior, los cambios en la estructura del sistema financiero y la caída de la prima de riesgo. Los datos macroeconómicos provienen de instituciones y organismos económicos nacionales e internacionales, y también se tienen en cuenta las opiniones de analistas de referencia sobre la marcha de la economía. Desgraciadamente, también se encuentran desequilibrios pendientes de resolver e incertidumbres respecto a la influencia de posibles escenarios negativos en el exterior.

### Resumen

Este estudio analiza las fortalezas y debilidades de la economía española durante el último trimestre de 2013. En él se hace hincapié en varios factores de su evolución, que se puede considerar relativamente positiva: la mejoría de la demanda interna y del sector exterior, los cambios en la estructura del sistema financiero y la caída de la prima de riesgo. Los datos macroeconómicos provienen de instituciones y organismos económicos nacionales e internacionales, y también se tienen en cuenta las opiniones de analistas de referencia sobre la marcha de la economía. Desgraciadamente, también se encuentran desequilibrios pendientes de resolver e incertidumbres respecto a la influencia de posibles escenarios negativos en el exterior.

### Análisis

El último trimestre de 2013 se ha caracterizado por una relativa tranquilidad en los mercados de deuda soberana española, lo que supuso una ligera caída en el coste de financiación del Estado, que continuaría a lo largo del mes de enero de 2014 reflejando una continuidad desde que el Banco Central Europeo anunciara su programa OMT en septiembre de 2012, y que más tarde seguiría proyectándose en enero de 2014. Especialmente significativa es la mejora de las condiciones de financiación de España, como se desprende de cualquier bajada de la prima de riesgo; pero también hay otros factores asociados importantes que merecen atención. En este sentido, debe prestarse



atención a los datos de *Credit Default Swap* (CDS), que reflejan el riesgo de impago de la deuda española, y compararlos con los de la prima de riesgo, aunque también hay que atender a ciertos indicadores de la economía española que conviene analizar para observar de modo global su evolución e influencia en la imagen exterior de España en el último trimestre de 2013.

De entrada, hay que decir que el año 2013 concluye con ciertas noticias económicas alentadoras. Como se vio reflejado en la mayoría de medios de comunicación, se cerró el año con un crecimiento trimestral que, aunque ha sido mínimo (0,1% del PIB), implicaba que se había salido, técnicamente, de la recesión en que se encontraba España.<sup>1</sup> El desempleo, por su parte, también bajó ligeramente, hasta el 25,8% según datos del Banco de España, lo que supone 5 décimas menos que en diciembre de 2012.<sup>2</sup> Asimismo, fue altamente positivo ver que el IBEX-35 registró en 2013 un alza del 21%, una de las mayores del mundo.

En sí mismos, estos datos ya mostrarían un escenario favorable de la evolución de la economía española en 2013, aunque también hay otros buenos indicadores a tener en cuenta, como por ejemplo la evolución de la inversión directa extranjera en España, que aumentó de modo significativo, lo cual es ciertamente importante para el desarrollo equilibrado de la economía,<sup>3</sup> y reflejó que la mejora de la imagen de España no solamente está teniendo lugar entre la opinión pública de otros países sino también en círculos económicos europeos e internacionales. Este último dato, por lo tanto, respalda desde el exterior las opiniones positivas que en España vienen arrojando tanto medios como analistas durante los últimos meses.

Esta línea de opinión viene siendo apoyada, asimismo, por otros éxitos de España, como su reciente salida del programa de rescate bancario con recursos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).<sup>4</sup> Conviene detenerse aquí, ya que el Eurogrupo ha publicado su informe final, el quinto, sobre el programa de asistencia financiera para la recapitalización de las instituciones financieras españolas. En dicho informe, pone de manifiesto que España ha podido salir del programa utilizando tan sólo 41.300 millones de euros del total de 100.000 millones disponibles, frente a las cantidades mucho mayores que han recibido del citado MEDE Grecia, Portugal e Irlanda. Asimismo, dicha cantidad ha sido sensiblemente inferior a las cantidades que, en diferentes circunstancias y por medio de diferentes mecanismos ajenos al MEDE (recapitalizaciones, nacionalizaciones...), fueron empleadas en su día para sanear entidades de otros países europeos, como por ejemplo los 82.000 millones de euros necesitados por entidades del Reino Unido y los 64.000 millones requeridos para algunas entidades alemanas.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Banco de España (2014), *Boletín Económico 01/2014*, pp. 3 y 22, <http://www.bde.es/fi/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Ene/Fich/be1401.pdf> (último acceso 16/II/2014).

<sup>2</sup> Banco de España (2014), *op. cit.*, p. 207.

<sup>3</sup> Comisión Europea (2013), "Focus. The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", vol. 12, nº 2, p. 18, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qtr\\_euro\\_area/2013/pdf/qrea2\\_focus\\_2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qtr_euro_area/2013/pdf/qrea2_focus_2_en.pdf) (último acceso 16/II/2014).

<sup>4</sup> Moody's (2013), "Spain's Exit from European Stability Mechanism is Credit Positive for Banks' Junior Bondholders", *Moody's Credit Outlook*, 21/XI/2013, p. 15, <https://www.moody.com> (último acceso 16/II/2014).

<sup>5</sup> Comisión Europea (2014), "Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Fifth Review – Winter 2014", Occasional Papers, nº 170, enero, pp. 9 y 31, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2014/pdf/ocp170\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp170_en.pdf) (último acceso 16/II/2014).



---

Esto no es casual y responde a que, en términos generales, tanto la reforma financiera como el proceso de recapitalización de los bancos españoles han arrojado buenos resultados. Tras la reestructuración del sector financiero español, que ha incluido importantes procesos de fusión y nacionalización, se ha logrado llegar a una situación relativamente saludable, siendo una de las consecuencias la mejor financiación de pequeñas y medianas empresas, si bien aún no es todo lo buena que debiera.

Concretamente, los datos del Banco de España<sup>6</sup> hablan de una mejora significativa de la posición financiera de España respecto al exterior desde el tercer trimestre de 2013, vinculada al espectacular cambio en la balanza por cuenta corriente, que ha alcanzado un superávit por primera vez en décadas. Estos datos se relacionan con el incremento de las exportaciones españolas de 2013 que, tal y como ya se ha dicho, se traducen en una mejoría de la imagen exterior de España. Según el propio Banco de España, en 2013 hubo un “crecimiento de las ventas de bienes al resto del mundo muy superior al avance de los mercados de exportación y una evolución excepcionalmente positiva de las exportaciones de turismo”. Concretamente, el volumen del PIB generado por la demanda exterior neta creció hasta el 1,6% anual, si bien en el último trimestre bajó el volumen de pedidos, aunque de modo casi insignificante. Y aparte del ya citado aporte al PIB español, es significativo que la buena marcha del sector exterior haya impulsado a las empresas españolas, ayudando a la creación de puestos de trabajo y aumentando su cotización, siendo ésta una de las razones que se encuentran detrás de la buena marcha del IBEX-35.

Por otra parte, la demanda interna también ha mejorado su comportamiento. La confianza en la economía española mejoró en el interior, con un aumento del consumo privado del 0,4% en el cuarto trimestre de 2013. Esto es especialmente importante, teniendo en cuenta que se ha logrado revertir una tendencia negativa que se daba desde hace años, permitiendo que la tasa anual, aunque siga siendo negativa (-2,4%), sea menor. Además, el dato va unido a otros, como la caída del desempleo, el mantenimiento de las exportaciones y la mejora en la tasa intertrimestral de formación bruta de capital, que ha sido de un 1,1% –lo que no se daba desde 2009 y que es muy superior al +0,1 % del trimestre anterior–.

Analizando estas informaciones, se proyecta una visión que, en conjunto, permite ser optimista respecto a las perspectivas a corto y a medio plazo del sector exterior de la economía española. Esta visión, además, la confirma el Banco de España, que valora positivamente el sector exterior español y ofrece como explicación al ligero freno de las exportaciones que se desaceleraron a finales del año “tras el debilitamiento de las economías emergentes”, mientras que las importaciones, muy débiles en el pasado, aumentaron “por la incipiente recuperación de la demanda final”, siendo el cuadro general de la economía española positivo.<sup>7</sup>

### *Luces y sombras*

Pero también hay ciertos datos no tan positivos, a los que se debe prestar atención. Concretamente, ya se vio que en el último trimestre de 2013 se dio un mínimo crecimiento de la economía española (0,1 % del PIB), el cual, si bien es alentador en tanto que saca de la recesión a España en términos estrictamente técnicos, en sí mismo

---

<sup>6</sup> Banco de España (2014), *op. cit.*, p. 67.

<sup>7</sup> Banco de España (2014), *op. cit.*, p. 3.

es demasiado pequeño como para afirmar que la crisis ha quedado atrás. Al mismo tiempo, este dato sobre el crecimiento se ve oscurecido por ciertos problemas pendientes para la economía española y por algunas dudas respecto a cómo se desarrollarán ciertos sectores en el futuro más próximo.

En este sentido, el primer factor negativo a destacar es que, a pesar de la mejoría de las exportaciones, el dato del ahorro de las familias bajó hasta el 10,5% en el último trimestre de 2013, y el pago de los intereses de la deuda acumulada y el déficit de las administraciones públicas hicieron que la deuda del sector público llegase hasta casi un 96% del PIB a finales de 2013. Aquí se debe señalar como elemento positivo la ampliación de plazo concedida por la Comisión Europea en mayo de 2013 respecto del ajuste del déficit público, que se ha mantenido en un 6,5% anual para 2013.<sup>8</sup> Este cambio supuso, asimismo, proporcionar a España un par de años más, hasta 2016, para reducirlo hasta el 2,8% del PIB.<sup>9</sup>

El segundo factor importante está relacionado con el ya mencionado sector financiero español. Como se ha señalado, el sector está saliendo de unos fuertes procesos de reestructuración, fusión y nacionalización, y contiene ciertos elementos que hacen dudar sobre el modo en que logrará acabar de superar esta fase de la crisis económica, y sobre su evolución futura. Especialmente hay que destacar que la gran concentración del mercado financiero alcanzada, si bien ha afectado más a las cajas que a los bancos, ha tenido como resultado que cinco bancos (BBVA, Santander, Sabadell, Popular y Bankinter) y nueve cajas (que pasan de un tamaño medio de 20.000 a 100.000 millones de euros) controlen más del 90% de los activos financieros españoles, lo que podría suponer una reducción en la competencia en el sector que se traduzca en mayor coste del crédito a largo plazo. Estos activos han sido calculados en 1,5 billones de euros para los bancos y en 1,2 billones para las cajas en 2013.<sup>10</sup> Al mismo tiempo, hay que tener en cuenta que estos procesos han tenido que ser acompañados por nacionalizaciones de entidades importantes así como por la creación del Sareb, el llamado “banco malo”.

La reforma financiera ha sido clave, ya que ha permitido al sistema aparcar en la Sareb aquellos créditos, especialmente inmobiliarios, de devolución más dudosa. Dichos créditos han sido, de este modo, sacados de los balances de las entidades “sanas” que han sobrevivido a la reestructuración. Así, el Sareb ha absorbido gran parte de los créditos “problemáticos” o “fallidos” del sistema y se ha encargado (aunque a un ritmo inferior al deseado, debido a la dificultad de vender los activos al mejor precio posible en un entorno de disminución de la demanda inmobiliaria) de cuestiones como la venta de bienes inmuebles embargados, procedentes de dichos créditos fallidos.

En este punto hay que hacer hincapié en el enorme sacrificio en el que España ha incurrido a lo largo de todos estos procesos para hacer frente a la crisis financiera internacional, y para vencer la mala imagen, en gran parte no merecida, que en el exterior se empezaba a tener de su sistema financiero. Este sacrificio y esta mala imagen

<sup>8</sup> Jesús Sérvulo González (2014), “El triple salto fiscal de Montoro”, *El País*, 9/11/2014,

[http://economia.elpais.com/economia/2014/02/07/actualidad/1391805496\\_583833.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/02/07/actualidad/1391805496_583833.html) (último acceso 16/11/2014).

<sup>9</sup> Eleconomista.es (2013), “Bruselas amplía del 4,5% al 6,5% el objetivo de déficit de España para 2013”, *Eleconomista.es*, 29/V/2013, <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4865185/05/13/Bruselas-confirma-que-dara-a-Espana-dos-anos-mas-para-cumplir-con-el-deficit.html> (último acceso 16/11/2014).

<sup>10</sup> Datos aportados por el economista y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM) don Manuel del Olmo.



---

se han dado en un contexto en el que la mayor parte del sistema financiero español, concretamente sus bancos, han sufrido problemas mucho menores que los del entorno financiero internacional, en el que se han producido quiebras y rescates de mucha mayor cuantía que el necesitado por las entidades españolas.

Por ello, hay que recordar que estos procesos de reestructuración del sistema español también fueron acompañados, para una proporción significativa de los créditos concedidos en España (y no solamente los inmobiliarios), de renegociaciones con los acreedores. Además, se vieron acompañados también de una fuerte reducción del exceso de capacidad del sistema bancario, con consecuencias como la disminución del número de las sucursales y los empleados de dichas entidades. Dicha reducción fue de un 15% del personal de las cajas,<sup>11</sup> lo cual da una idea del gran sacrificio que para España ha supuesto sanear el sistema financiero en términos de empleo. Por ello, es positivo el haber logrado el objetivo pretendido por estas reestructuraciones: mostrar a los mercados y a la UE que el sistema financiero español está, cuando menos, tan estricta y prudentemente gestionado como cualquier otro de Europa.

Así las cosas, estos datos hacen pensar que España, y especialmente su sector financiero, ha sido sometida en algún momento de los últimos años a cierta falta de objetividad en las críticas realizadas por sectores de la prensa extranjera. Y es que hay que tener en cuenta que la mayor parte del sector bancario español ha salido relativamente bien parado de la crisis financiera internacional, como demuestran los informes de la Comisión Europea sobre la salida de España del rescate bancario, e incluso mucho mejor que el sector financiero de algunos otros países.

Es por ello que es necesario recalcar que esta mejoría de la imagen de España, ahora compartida por agencias de calificación como *Moody's* y *Standard and Poor's* en sus perspectivas sobre la economía española,<sup>12</sup> no debería sorprender a nadie. Entre los sectores que mejor se han comportado está el sistema bancario español que, como se ha dicho ya, se ha ajustado muy bien en los últimos años, y cuya profesionalidad y buen hacer son reconocidos internacionalmente. Adicionalmente, este sector ha cumplido la vital función de ayudar a financiar la economía de España, especialmente su sector público, en unos momentos de crisis (e incluso recesión), en los que sus recursos se veían amenazados por factores tan poderosos como la crisis internacional y el colapso del sector constructor español, el aumento de fallidos hipotecarios por el consiguiente desempleo, etc.

La consecuencia de estos hechos es que es posible que una parte, no pequeña, del mérito de la recuperación española se deba reconocer a estas entidades, sin menospreciar la importancia del papel del BCE. Ellas han estado detrás de la mejora internacional de su solvencia y, por lo tanto, detrás de elementos tan importantes para la economía de España como la bajada del coste de la financiación del Estado. Este coste, en los momentos de grandes subidas de la prima de riesgo, ha sido difícil de soportar y ha hecho que el Estado de Bienestar y las políticas sociales hayan llegado a ser más difíciles de sostener que en el pasado. Por lo tanto, estas entidades han sido vitales,

---

<sup>11</sup> Datos aportados por el economista y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM) don Manuel del Olmo.

<sup>12</sup> Roberto Casado (2014), "S&P: 'La recuperación económica en España es alentadora'", *Expansion.com*, <http://www.expansion.com/2013/11/28/economia/1385652062.html>, 28/XI/2014 (último acceso 16/II/2014).

---

siendo, además, internacionalmente, una parte importante de la imagen positiva de España.

### *La prima de riesgo*

En tercer lugar, y llegados a este punto, es necesario abordar el tema de la prima de riesgo española, que ha jugado un papel muy importante en la economía española, no sólo durante el último trimestre, sino durante todo 2013.

Teniendo en cuenta que la prima de riesgo trata del coste de financiación de la deuda soberana de España en el mercado a 10 años comparado con el coste de la deuda soberana alemana, este diferencial resulta decisivo para la financiación del gasto público (de toda la política del Estado), siendo por ello un factor determinante en la toma de decisiones y en la elaboración de reformas económicas estructurales de la economía española.

Entre estas reformas han estado los llamados “recortes” y “ajustes” sociales, la reforma laboral, la reforma constitucional sobre el límite de déficit anual máximo admisible y la elaboración de los distintos Presupuestos Generales del Estado. Dichas modificaciones han tratado, y seguirán tratando, de evitar que se dispare el coste de nuestra deuda y de rebajarlo, si es posible.

Por lo tanto, la prima de riesgo ha tenido, y tendrá, bastante influencia sobre las futuras reformas de la fiscalidad española, entre otras, que continuarán tratando de frenar el crecimiento del volumen de deuda mediante el aumento de los ingresos, para evitar que hipotéticas futuras subidas de la prima de riesgo vuelvan a hacer muy costosa su financiación, que en parte necesita de los mercados financieros internacionales.<sup>13</sup> Como consecuencia, la prima de riesgo afectará al ciudadano, incluso bastante tiempo después de su caída y estabilización, que por otra parte no son necesariamente definitivas.

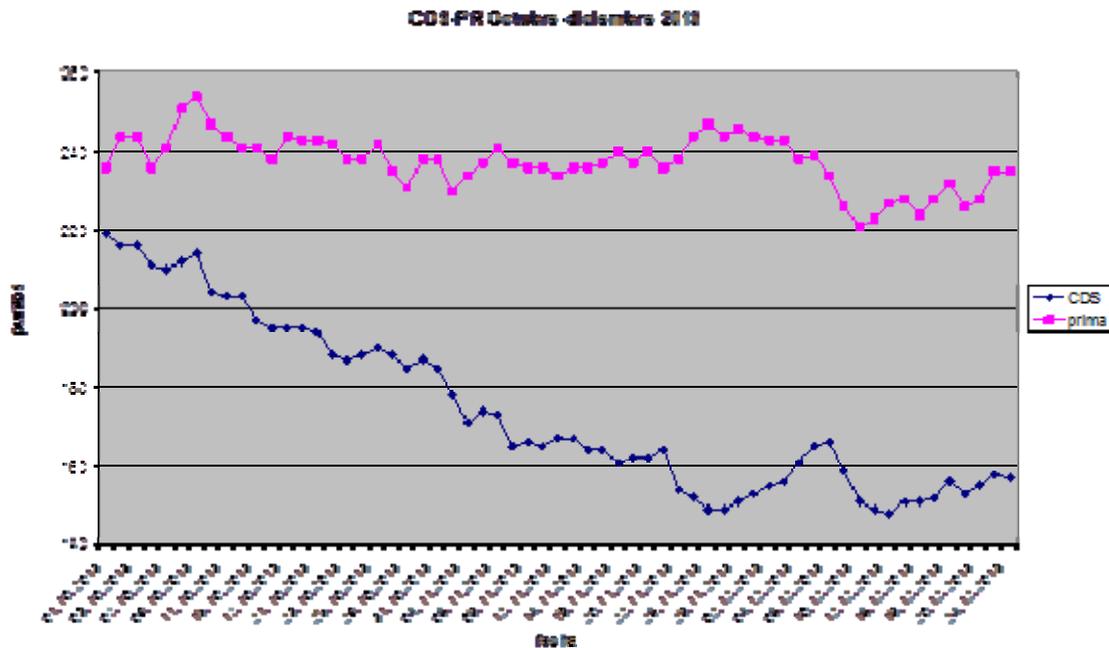
Tal como se observa en el Gráfico 1, la prima de riesgo española se mantuvo estable en valores en torno a los 240 puntos básicos durante los meses de octubre, noviembre y la primera mitad de diciembre de 2013, momento en que vivió una importante caída hasta cerca de los 230 puntos básicos, aunque volvió a subir lentamente. Este comportamiento estable, en comparación con la importante caída de los CDS de unos 60 puntos básicos para este período, muestra que los mercados confían más en la capacidad del gobierno español para devolver su deuda, aunque también muestra el miedo que tienen de mejorar tan rápidamente sus expectativas hacia la economía española.

Esto explica que, a pesar de existir tanta diferencia a finales de año entre los CDS y la prima de riesgo, sus posiciones apenas se habían acercado. Sin embargo, este amplio margen existente entre ambas probablemente implique futuras caídas de la prima de riesgo y mayores aumentos de la confianza que depositan en España los mercados financieros internacionales.

---

<sup>13</sup> Sérvulo González (2014), *op. cit.*

**Gráfico 1. CDS y prima de riesgo española**



Finalmente, hay que señalar que las agencias de rating han mantenido las calificaciones otorgadas a la deuda española durante estos tres últimos meses de 2013, tanto a corto plazo como a largo. Es evidente que el optimismo de los mercados financieros internacionales acerca de la economía española no es compartido por estas entidades, cuyas calificaciones no son todo lo buenas que se pudiera desear.

### Conclusión

Tras este condensado análisis, relativo al último trimestre de 2013, las principales conclusiones que pueden extraerse son las siguientes:

- (1) Si bien la imagen de la economía española se ha visto perjudicada por los medios de comunicación del exterior, que tienden a reflejar una situación sensiblemente peor que la real, esta tendencia ha sido revertida por las evidentes muestras de recuperación y, concretamente, por los grandes sacrificios que España ha realizado y que continúa realizando para mostrar que no tiene problemas de sostenibilidad financiera y que es un socio fiable de la UE.
- (2) La prima de riesgo española está mostrando una evolución bastante favorable, e incluso tiene perspectivas de mejorar aún más. Esta tendencia no sólo es de índole financiera, sino que refleja una mejora global de la imagen económica de España en el exterior y de sus posibilidades de devolución de su deuda, razones que están detrás de la bajada del coste de su financiación, aparte del apoyo implícito que supone el programa OMT del BCE.
- (3) La economía española comienza a mostrar una evolución que es ligeramente favorable, aunque todavía débil. En este sentido, sería prematuro asegurar que lo peor de la crisis ha pasado; parafraseando a Churchill, no se estaría “en el principio del fin, sino en el fin del principio”. Los retos que la población española necesita



afrontar siguen siendo significativos, especialmente en lo referente al elevado desempleo existente, sobre todo el juvenil, y a las altas probabilidades de que sea muy difícil reducirlo sensiblemente en el corto y medio plazo. Al menos, las exportaciones se comportan bien, y las empresas españolas ganan cuota de mercado a pesar de circunstancias desfavorables.

- (4) Estas apreciaciones llevan a considerar que 2013 ha sido un año de estabilización y de freno de la tendencia de decrecimiento de la economía española, que permite ser moderadamente optimistas. Sin embargo, y pese a lo importante de esta reversión de las tendencias económicas negativas que se arrastran desde el inicio de la crisis, todavía queda mucho trabajo por delante. Esto es así especialmente respecto a la destrucción de puestos de trabajo, a la difícil situación de las familias y al crecimiento de las desigualdades económicas en España. Pero, al mismo tiempo, por tratarse de un tema que debe continuar contribuyendo a hacer más sostenibles las políticas sociales del Estado, tan necesarias para gran parte de la población en estos momentos.

Por último, hay que recordar que es de suma importancia seguir incidiendo en la mejora de la imagen económica (exterior e interior) de España, y las razones de esta insistencia son que la confianza de la población es un factor esencial para la buena marcha de la economía, que el apoyo de los mercados lo es para la reducción de los costes de la financiación estatal y que la imagen de marca de un país y sus empresas principales es fundamental para que triunfe en los mercados internacionales, donde no sólo es importante competir con bajadas de precios sino con productos de alta calidad y valor añadido, que sean percibidos como tales por los clientes de dichos mercados.