*Subdirección General de Análisis Macroeconómico y Coordinación Internacional**

LA CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL MARCO DE LA UNIÓN EUROPEA

La prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos constituye una de las piedras angulares del nuevo marco de gobernanza económica del euro. El cuadro de indicadores o *scoreboard* es una herramienta sencilla y práctica para identificar desequilibrios, cuya validez depende crucialmente de la lectura económica que se haga de los indicadores. Supone un importante hito dentro del nuevo procedimiento de supervisión de desequilibrios macroeconómicos aunque deberá afrontar importantes desafíos a medio y largo plazo. Dentro de este nuevo marco institucional, España ha logrado corregir en los últimos años la mayor parte de los desequilibrios acumulados en la última fase expansiva. Tanto los indicadores flujo como la variación de los indicadores fondo progresan en la dirección correcta, aunque algunos de los abultados saldos acumulados durante el anterior periodo de expansión requerirán más tiempo para corregirse.

Palabras clave: gobernanza económica, supervisión de desequilibrios macroeconómicos, *scoreboard*, indicador, umbral.

Clasificación JEL: D50, E30, E61.

1. Introducción

A finales de 2011 entró en vigor una reforma en profundidad del gobierno económico de la UE, conocida como el *Six Pack*. Además de reforzar la supervisión fiscal, la regulación aprobada introdujo un nuevo procedimiento de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos (Macroeconomic Imbalances Procedure, en adelante MIP). Con este paso se reconocía que los Estados miembros habían acumulado desde la creación del euro importantes divergencias en sus patrones de crecimiento que dificultaban el buen funcionamiento de la Unión Monetaria.

La regulación comunitaria define un desequilibrio como cualquier tendencia macroeconómica que afecte o pueda afectar adversamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la Unión Monetaria o del conjunto de la Unión Europea. Estos desequilibrios pueden ser: internos, tales como el endeudamiento público y privado, el desempleo o el aumento excesivo del precio de determinados activos, como la vivienda; o externos, que incluyen la evolución de la cuenta corriente, de la posición de inversión internacional, de la competitividad-precio y de la competitividad-no precio, medida mediante cuotas de exportación.

Inspirándose en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el nuevo procedimiento consta de una parte preventiva, de identificación y reducción de los desequilibrios macroeconómicos excesivos, y de otra correctiva, en la que se recoge la posibilidad de ▷

* Ministerio de Economía y Competitividad. Este artículo ha sido elaborado por Eduardo Aguilar García, Jorge Dajani González, Carolina Mateos Bustamante, Álvaro Pastor Escribano y Francisco Javier Sansa Torres, Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.

Versión de noviembre de 2015.

imponer sanciones en caso de incumplimiento a países de la zona euro.

La parte preventiva se inicia con un mecanismo de alerta temprana destinado a identificar qué Estados miembros presentan indicios de desequilibrios. Este mecanismo se apoya en un cuadro de indicadores, el llamado *scoreboard*, con umbrales indicativos para once variables que la Comisión Europea fijó, como regla general, en los cuartiles superiores y/o inferiores de las distribuciones de los valores de cada indicador. Este mecanismo es un primer filtro para identificar qué países podrían tener desequilibrios excesivos y cuáles podrían ser sus causas. Aquellos países con un número significativo de indicadores excediendo los umbrales son sometidos a un análisis en profundidad que valora, en detalle, la gravedad de los desequilibrios mediante el uso complementario de otras variables y determina las vías para resolverlos. Aunque el estudio es competencia de la Comisión Europea, corresponde al Consejo ECOFIN concluir si el desequilibrio es excesivo y, en tal caso, iniciar la parte correctiva, que obliga al país a presentar un plan de acción cuya insuficiencia o incumplimiento pueden acarrear sanciones.

Hasta la fecha no se ha activado el Procedimiento de Desequilibrios Excesivos para ningún país, a pesar de que en febrero de 2015 la Comisión consideró que cinco países (Francia, Italia, Portugal, Bulgaria y Croacia) tenían desequilibrios excesivos. En esa misma fecha, la Comisión puso de manifiesto que España, Irlanda y Eslovenia tienen desequilibrios no excesivos pero que requieren una supervisión específica y medidas firmes de política económica. En este artículo se analiza la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de la economía española, utilizando como guía el cuadro europeo de indicadores de alerta temprana y los últimos datos disponibles en noviembre de 2015.

2. Desequilibrios externos

2.1. Cuenta corriente y posición de inversión internacional

Estos dos indicadores, los principales para evaluar la situación exterior de una economía, deben

analizarse de forma conjunta para una correcta interpretación de los potenciales desequilibrios externos. Así, mientras que el saldo por cuenta corriente es el principal determinante de la capacidad o necesidad de financiación de una economía¹ y provee importante información sobre las transacciones económicas de un país con el resto del mundo en un determinado año, la posición de inversión internacional neta² puede considerarse como la variable *stock* asociada a la evolución acumulada de esta capacidad o necesidad de financiación, permitiendo un análisis detallado sobre la posición financiera de una economía. Al analizar conjuntamente ambos conceptos se puede realizar un análisis *stock-flujo* que permita una evaluación más completa de las vulnerabilidades externas de un país. En esta evaluación ha de tenerse en cuenta que no todos los desequilibrios por cuenta corriente son necesariamente excesivos. Por ejemplo, un déficit por cuenta corriente podría ser deseable si responde a cambios estructurales de la economía, como sería el caso de una economía en proceso de desarrollo en la que la entrada de capital exterior permita explotar eficientemente oportunidades de inversión. Por el contrario, un déficit por cuenta corriente puede ser síntoma de desequilibrio excesivo si pone en riesgo la sostenibilidad de la deuda exterior³.

El indicador de cuenta corriente utilizado en el MIP se calcula como una media móvil de los últimos tres años, lo cual dificulta el uso de esta variable para detectar la generación de desequilibrios externos en una fase inicial pero a cambio permite evitar falsas alarmas ante saldos anuales puntualmente anormales. La Comisión estableció dos umbrales indicativos situados en el 6 y -4 por 100 del PIB. Este doble umbral refleja el riesgo que conlleva para la estabilidad macroeconómica de una unión monetaria la atonía de la inversión en algunos de sus Estados miembros, ▷

¹ La capacidad o necesidad de financiación se obtiene mediante la suma del saldo de la cuenta corriente y del saldo de la cuenta de capital.

² La posición de inversión internacional neta es la diferencia entre los activos y los pasivos financieros de un país frente al exterior.

³ La deuda exterior es la parte exigible de los pasivos frente al exterior de la posición neta de inversión internacional.

pero también la asimetría, en cuanto a potenciales riesgos se refiere, entre una situación de excesivo ahorro nacional o insuficiente inversión y una situación alternativa de falta de ahorro o de excesiva inversión. No obstante, se consideraría más apropiado analizar la capacidad o necesidad de financiación para estudiar la vertiente flujo de los desequilibrios exteriores, pues de esta forma se incorporaría al análisis sobre los riesgos potenciales de los déficits exteriores el impacto de la cuenta de capital. Pese a que su saldo es en general pequeño en porcentaje del PIB, la información que aporta es ciertamente relevante en el marco de la Unión Europea. De hecho, las transferencias de capital mediante fondos europeos estructurales han jugado un importante papel en el proceso de convergencia de muchas economías europeas, España incluida, permitiendo financiar en parte los déficits por cuenta corriente generados durante el proceso de convergencia o *catching-up*.

El indicador de la Posición Neta de Inversión Internacional (en adelante PIIN) refleja la diferencia entre activos y pasivos financieros del país frente al exterior y su umbral se fija en el -35 por 100 del PIB. Dicho nivel resulta sin embargo criticable. Primero, porque queda muy marcado por los datos disponibles hasta 2007, pero sobre todo

porque la evidencia empírica sobre cuál es el nivel de activos financieros netos que pone en riesgo la sostenibilidad externa de una economía es escasa y en cierto modo engañosa. En efecto, la vulnerabilidad exterior no solo depende del nivel sino ante todo de la composición de las distintas clases de activos y pasivos financieros que conforman la PIIN tanto en términos de vencimiento como de riesgo. Por ello, el estudio debería enriquecerse con un indicador de deuda externa bruta⁴. Como se aprecia en el Gráfico 1, en España el indicador de cuenta corriente del MIP ha registrado una gran corrección desde 2009 hasta cerrar 2014 en el 0,7 por 100 del PIB (primera vez desde la entrada en el euro que el país registra un valor positivo de este indicador), fruto de una moderación del déficit de bienes y servicios, que se torna en un superávit creciente a partir de 2012, así como de una disminución del déficit de la balanza de la renta primaria y secundaria desde 2009. Si el análisis se completa con el estudio del saldo anual de la balanza por cuenta corriente, se observa una estabilización del superávit, que en ▷

⁴ La deuda externa bruta considera solo los pasivos financieros brutos de los residentes en España con el exterior en forma de efectivo y depósitos, títulos de deuda y préstamos.

GRÁFICO 2
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, Y EFECTOS VALORACIÓN
(Porcentaje del PIB)

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

el segundo trimestre de 2015 se situó en el 1,4 por 100 del PIB.

Por su parte, la Posición de Inversión Internacional Neta superó en el año 2000 el umbral que el MIP establece para determinar este desequilibrio como excesivo (-35 por 100 del PIB), y en el segundo trimestre de 2015 se situó en el -92,6 por 100 del PIB. Sin embargo, para una correcta interpretación de este desequilibrio, hay que tener en cuenta que la variación de la PIIN viene determinada no sólo por los flujos de la cuenta financiera de la balanza de pagos sino que también influyen los efectos valoración. Estos obedecen fundamentalmente a variaciones en los tipos de cambio y a las dinámicas de precios de activos y pasivos externos. Tal y como se observa en el Gráfico 2, los efectos valoración han tendido a deteriorar la PIIN española en el acumulado de los últimos 20 años debido a la apreciación del euro y a la mejor evolución relativa de los mercados financieros españoles. Aunque entre 2008 y 2012, a causa de la crisis financiera, los efectos valoración ayudaron a estabilizar el deterioro de la PIIN, a partir de 2013 la mejor evolución de la bolsa española y la revalorización de los títulos de deuda, por el descenso de los tipos de interés, han hecho que los efectos valoración recuperen la tendencia de los años pre-crisis. No obstante, lejos de agravar la vulnerabilidad

exterior, el aumento del saldo deudor de la PIIN por los efectos valoración refleja los fundamentos de la economía española y, por tanto, la capacidad para hacer frente a los pagos al exterior. Esta paradoja resalta la necesidad de evaluar con detalle las distintas partidas de la PIIN para su correcta interpretación.

Además, como veíamos, el análisis ha de completarse con el estudio de la deuda externa bruta, que en 2014 ascendió al 166,2 por 100 del PIB. Aunque esa elevada cuantía hará necesario que la economía registre superávits corrientes durante los próximos años, los pasivos presentan un sesgo creciente hacia el largo plazo desde 2012 y el coste de financiación ha caído significativamente desde esa fecha, lo que permite matizar las conclusiones que se podrían obtener de una lectura inicial de la PIIN.

2.2. Indicadores de competitividad

La acumulación de déficits por cuenta corriente y el deterioro de la PIIN son, en gran parte, consecuencia de la pérdida de competitividad de una economía. En este sentido, detectar estos deterioros de competitividad se antoja fundamental para ▷

anticipar las fluctuaciones en la balanza de bienes y servicios (principal componente por regla general de la cuenta corriente). Pese a que no existe una definición única sobre cómo medir la competitividad, existe cierto consenso en distinguir entre competitividad-precio y competitividad-no precio.

El *scoreboard* del MIP recoge dos indicadores para evaluar los principales determinantes de la competitividad precio de un país, con distintos umbrales para los Estados miembros de la zona euro y los Estados miembros de la Unión Europea pero no de la zona euro. El indicador de costes laborales unitarios (que se calcula como la tasa de variación a tres años de los costes laborales unitarios nominales) refleja los cambios en la competitividad que se derivan de la estructura de costes de una economía. Así, un aumento de los costes laborales unitarios (en adelante CLU) implica que los costes laborales han crecido más que la productividad del factor trabajo. Un crecimiento de los CLU de un país persistentemente mayor que el de sus socios supone, a largo plazo, una amenaza para la competitividad de costes de una economía si el coste del capital no se ajusta en compensación. Dicho indicador adquiere especial relevancia en una unión

monetaria puesto que, ante divergencias de competitividad entre Estados miembros, el riesgo de *shocks* asimétricos se acrecienta dificultando el funcionamiento del área monetaria, como indica la evolución del indicador en el caso de España. Como muestra el Gráfico 3 (derecha), durante la primera década de los años 2000, España registró una notable pérdida de competitividad-precio frente al resto de Estados miembros del euro, lo que contribuyó al deterioro de la cuenta corriente y de la PIIN. A raíz de la crisis, España inició un periodo de corrección enlazando varios años con caídas del indicador (los costes laborales unitarios nominales presentaban en 2014 un descenso del 3,9 por 100 respecto a 2011) que ha facilitado el ajuste del déficit por cuenta corriente.

Además de la evaluación de la competitividad precio a través los costes relativos de producción, el indicador de tipo de cambio efectivo real (TCER) del MIP (que se calcula como la tasa de variación a tres años del tipo de cambio anual medio frente a 42 países industrializados deflactado por el IPC) puede interpretarse como la presión que los precios internacionales de los principales socios comerciales de un país ejercen sobre los productores ▷

nacionales. En este caso, la Comisión acertadamente incluyó un umbral superior y uno inferior puesto que, si bien es cierto que una apreciación excesiva del TCER puede generar importantes pérdidas de competitividad al indicar que los precios han crecido por encima de lo que lo ha hecho la productividad nacional sin que se produjera a cambio una compensación del tipo de cambio nominal, no lo es menos que una depreciación excesiva pueda señalar problemas relacionados con la atonía de la demanda nacional, así como riesgos deflacionistas de la economía. Finalmente, el seguimiento del indicador TCER es igualmente oportuno respecto al objetivo de alerta temprana de potenciales desequilibrios puesto que la evolución del TCER es un buen predictor de futuras crisis económicas. El Gráfico 3 (izquierda) muestra cómo desde 2009 el TCER en España ha ayudado a mejorar la competitividad de los productos nacionales (el tipo de cambio efectivo real se ha depreciado un 9,5 por 100 desde entonces). Hasta finales de 2012, la mejora de la competitividad se debió fundamentalmente al componente del tipo de cambio nominal, pues el índice de precios relativos apenas mejoró. Sin embargo, en 2013 y comienzos de 2014 el tipo de cambio efectivo nominal se apreció sensiblemente, mientras que el IPC ejerció de contrapeso. Desde mediados de 2014, la menor inflación y sobre todo la depreciación del euro han permitido continuar recuperando competitividad exterior.

Más complicado resulta la medición del concepto de competitividad-no precio, puesto que se basa fundamentalmente en intangibles. Por ello, una de las maneras más utilizadas es la de recurrir a un indicador *ex post* de la competencia entre productos de distintos países como es la cuota de exportación. El indicador cuota de exportación (que se calcula como la tasa de variación a 5 años del peso del valor de las exportaciones de bienes y servicios de una economía en el comercio mundial de bienes y servicios) captura los cambios estructurales de competitividad cuyo origen se encuentra en factores que no se pueden explicar por la simple evolución de la competitividad precio tales como políticas de imagen y marca, la diferenciación

y calidad de los productos exportados así como otros elementos que generan valor añadido más allá de la simple estructura de costes y precios. Por consiguiente, la lectura conjunta del indicador de cuota de exportación junto con la dinámica de los indicadores de competitividad-precio ofrece una visión muy completa del desempeño de las exportaciones de una economía.

Conviene subrayar dos limitaciones que con el tiempo han ido afectando gravemente la interpretación de este indicador. La primera reside en que la variable utilizada recoge datos nominales, por lo que no elimina el comportamiento de los precios relativos de las exportaciones y enmascara el componente estructural. La elección de datos en valor responde a una cuestión puramente técnica. A día de hoy los deflatores para el comercio de servicios son aún poco fiables, poniendo de relieve la necesidad de un esfuerzo para mejorar estas estadísticas a nivel global pues el comercio de servicios va adquiriendo con el tiempo mayor importancia.

La segunda limitación está relacionada con el umbral fijado en el *scoreboard*. Como en el caso de la mayoría de indicadores, la Comisión usó un criterio estadístico estableciendo el umbral en el cuartil inferior de la distribución de valores. Sin embargo, la irrupción de nuevas economías emergentes, en particular China, en el comercio internacional a lo largo de los últimos años, ha provocado una reducción generalizada de las cuotas de exportación de los Estados miembros, pese a que algunos de ellos han registrado una buena evolución de sus exportaciones en los últimos años. España ilustra a la perfección esta tendencia. A pesar del buen comportamiento de sus exportaciones (que en términos reales han crecido anualmente un 4,3; 4,2 y 5,5 por 100 en 2013, 2014 y hasta el segundo trimestre de 2015 respectivamente), la cuota española en la exportación mundial de bienes y servicios descendió un 11,5 por 100 (del 2,17 al 1,92 por 100) entre 2009 y 2014, superando por mucho el umbral considerado como desequilibrio excesivo. Sin embargo, entre los grandes exportadores de la UE-15, sólo Alemania ▷

GRÁFICO 4
CUOTA DE EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS
(Tasa de variación a 5 años, en porcentaje)

Fuente: Eurostat.

presenta una mejor evolución en este indicador entre 2000 y 2014.

A esta importante limitación del umbral se une, además, el cambio metodológico al Sexto Manual de la Balanza de Pagos, que ha conllevado una revisión significativa a la baja de las exportaciones y, con ella, de la cuota de la mayoría de países europeos a la espera de que la totalidad de países completen la transición a la nueva metodología.

Como resultado de todo esto, el umbral fijado hace unos años no sirve para discriminar entre los distintos países puesto que casi todos superan a día de hoy, y por un gran margen, el umbral del -6 por 100 fijado en el MIP. Una revisión de dicho umbral se antoja indispensable.

3. Desequilibrios internos

3.1. Deuda del sector privado y flujo de crédito

Si bien no existe evidencia empírica robusta sobre el nivel de deuda privada óptima de una economía, la reciente crisis financiera ha puesto de relieve que un nivel excesivo de deuda del sector

privado incrementa la vulnerabilidad de una economía e implica importantes riesgos para el crecimiento y la estabilidad financiera.

Con el objetivo de evaluar precisamente la vulnerabilidad del sector privado ante cambios del ciclo económico, el indicador del *scoreboard* recoge el *stock* de deuda privada consolidada del sector privado (compuesto por sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) en porcentaje del PIB y definido como la suma de préstamos y valores representativos de deuda. La utilización de datos de deuda privada en términos consolidados responde a la necesidad de distinguir entre dos tipos de préstamos intra-sector: los préstamos entre empresas de un mismo grupo y los préstamos entre compañías independientes del sector privado no financiero. Mientras que los préstamos intra-grupo son un mero reflejo de la estructura financiera y de las prácticas contables y/o fiscales de las corporaciones de cada país, la financiación entre sociedades no financieras independientes puede ser síntoma de posibles deficiencias en la intermediación financiera, generando fragilidades en el sector de las sociedades no financieras. A pesar de que en el contexto económico y financiero de los últimos años ▷

GRÁFICO 5
DEUDA DEL SECTOR PRIVADO
(En porcentaje del PIB)

Fuente: Banco de España.

detectar estos problemas se ha convertido en uno de los ejes principales de actuación, a día de hoy no se dispone de estadísticas fiables para identificar las transacciones intra-grupo. Sin embargo, dado que diversos estudios sugieren que éstas constituyen la mayoría de los pasivos intra-sector, se opta por consolidar toda la deuda privada de las sociedades no financieras en poder de otras sociedades no financieras. Nótese, no obstante, que esta consolidación supone ignorar el efecto de los préstamos entre sociedades no financieras independientes.

Como se observa en el Gráfico 5, el fuerte crecimiento de la deuda privada en la década de los 2000 llevó al indicador a superar el umbral del MIP (133 por 100 del PIB) a mediados de 2004, y a convertirse en uno de los principales desequilibrios de la economía española. A partir de mediados de 2010 comienza un proceso de corrección acelerado. Así, aunque el nivel de deuda privada consolidada continúa constituyendo un desequilibrio, éste se ha reducido 43 puntos porcentuales entre el segundo trimestre de 2010 y el segundo trimestre

de 2015 hasta alcanzar el 159,5 por 100 del PIB en el segundo trimestre de 2015. En este proceso ha sido particularmente notable el desapalancamiento de las sociedades no financieras, que ha representado dos terceras partes del ajuste total.

El indicador del *scoreboard* de crédito al sector privado es el flujo de crédito neto consolidado en forma de valores de deuda y préstamos recibidos por sociedades no financieras y hogares. Al medirse en términos netos, dicho flujo refleja el valor de las nuevas operaciones realizadas en un periodo de tiempo menos el importe de las amortizaciones de créditos pasados satisfechas en ese mismo periodo. El flujo de crédito neto se situó en el -7,4 por 100 del PIB en 2014, muy por debajo del umbral del 14 por 100 del PIB que el MIP fija como desequilibrio macroeconómico. En el segundo trimestre de 2015, el indicador ha moderado su nivel hasta el -5,3 por 100 del PIB. Este indicador permite identificar expansiones excesivas de crédito, configurándose como una poderosa herramienta de predicción de burbujas de activos así como de futuras crisis financieras y bancarias. Por otra parte, ▷

GRÁFICO 6
PRECIO REAL DE LA VIVIENDA
(Tasa de variación interanual, en porcentaje)

Fuente: Eurostat.

se trata de una variable que puede retroalimentarse con los desequilibrios de la cuenta corriente. Más discutible es, no obstante, el umbral fijado en el 14 por 100 del PIB con base a criterios meramente estadísticos y con datos para el periodo entre 1995 y 2007. Al tratarse de un periodo en el que muchas economías experimentaron un crecimiento excesivo del crédito (fruto de la creación de la zona euro y de burbujas de activos inmobiliarios en muchas economías), la distribución de valores podría tener un sesgo al alza. Por otro lado, el indicador olvida los efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica de una caída persistente del flujo de crédito.

Para tener una visión más completa del estado del flujo de crédito en España, conviene complementar el indicador del crédito neto con un análisis del flujo bruto de nuevas operaciones. Así, se observa que el crédito nuevo de menos de un millón de euros a sociedades no financieras aumenta desde el cuarto trimestre de 2013 y el crédito nuevo a hogares crece desde el primer trimestre de 2014. Desde un punto de vista agregado, el crédito nuevo total al sector privado registra tasas interanuales de crecimiento entre enero y septiembre de 2015 superiores al 17 por 100.

3.2. Vivienda

El indicador del *scoreboard* asociado al mercado de la vivienda recoge la tasa de variación anual del índice de precios de la vivienda deflactado por el gasto en consumo final de los hogares e instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares. La Gran Recesión (especialmente virulenta en países donde la recesión coincidió con el final de burbujas de activos inmobiliarios) supone una muestra de que el seguimiento de la evolución de algunos activos reales resulta crucial. En efecto, las burbujas inmobiliarias y sus finales abruptos afectan a la economía real a través de una gran variedad de canales y pueden ser una fuente de inestabilidad macroeconómica. No obstante, conviene resaltar que una correcta interpretación de este indicador exige una lectura conjunta con otros indicadores de carácter financiero (como puede ser el flujo de crédito al sector privado) que permita identificar las burbujas de activos más peligrosas: aquellas impulsadas con una expansión excesiva del crédito, las denominadas *credit-driven bubbles*.

En el caso de España, el indicador habría ejercido correctamente su rol de alerta temprana ▷

GRÁFICO 7
PASIVOS DEL SECTOR FINANCIERO
(Tasa de variación anual, en porcentaje)

Fuente: Banco de España.

durante gran parte de la década de los 2000. Tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, el ajuste en el sector de la vivienda se ha visto reflejado en una fuerte corrección de precios, de forma que en 2013 el indicador se situó en el -11,6 por 100. Aunque 2014 ha visto lo que parece el fin de la corrección de precios en el mercado de la vivienda (con un aumento del precio real de la vivienda del 0,1 por 100), el indicador se sitúa todavía lejos del umbral del MIP, fijado en el 6 por 100 de crecimiento anual.

3.3. Sector financiero

En un primer momento, el panel de indicadores del MIP no incluía un indicador específico sobre el sector financiero pese a que recogía variables de carácter financiero a través de indicadores como el flujo de crédito o la deuda privada y pública. Sin embargo, en 2013 se introdujo un indicador para capturar mejor los vínculos entre la llamada economía real y el sector financiero, con el objetivo de detectar potenciales vulnerabilidades que pudieran agravar los desequilibrios macroeconómicos, como ha sido el caso en la todavía reciente crisis financiera. Con

este fin, por cuestiones técnicas se decidió seguir la tasa de crecimiento de los pasivos del sector financiero en lugar de la, quizás más apropiada, ratio de deuda sobre fondos propios o *equity* (que se utiliza complementariamente). La ratio de deuda sobre *equity* mide el apalancamiento del sector financiero que, cuando alcanza niveles elevados, puede poner en riesgo la solvencia del sector financiero de una economía. Pese a todo, se antoja muy complicado establecer un umbral para dicha ratio dada la heterogeneidad de los distintos sectores financieros. Además, esta ratio resulta muy volátil si cambian las cotizaciones de las acciones. Por consiguiente, y pese a no discriminar entre los diferentes tipos de pasivos, evaluar el crecimiento de todos los pasivos financieros supone una aproximación aceptable de la exposición de la economía a riesgos derivados de la expansión de los balances de las entidades financieras. Menos evidente resulta la justificación del umbral fijado en el 16,5 por 100 con base en criterios estadísticos debido a la heterogeneidad de los sistemas financieros de los Estados miembros. En efecto, en la distribución se incluyen valores de países del este de Europa, que durante la primera parte de la década de los 2000 asistieron al desarrollo y modernización de sus ▷

GRÁFICO 8
DEUDA PÚBLICA
(En porcentaje del PIB)

Fuente: Banco de España.

sistemas financieros, que sesgan al alza el valor del tercer cuartil (que corresponde al umbral del indicador), restando eficacia al uso de este indicador.

En España, en el segundo trimestre de 2015 los pasivos del sector financiero experimentaron una caída interanual del 1,1 por 100, lejos por tanto del umbral establecido para considerar este indicador como desequilibrio excesivo.

3.4. Deuda pública

La inclusión de un indicador específico que refleje el nivel de deuda pública de una economía tampoco está exenta de problemas.

Primero, porque ya existe un procedimiento (Procedimiento de Déficit Excesivo, PDE) consagrado a la vertiente fiscal con su correspondiente mecanismo preventivo, correctivo y sancionador. Por consiguiente, los potenciales riesgos sobre la estabilidad macroeconómica que puedan derivarse de un nivel de deuda excesivo ya están recogidos en dicho procedimiento a través del mismo indicador que se utiliza en el MIP (deuda bruta pública de

acuerdo a la definición del protocolo de déficit excesivo). En segundo lugar, porque contrariamente al criterio estadístico utilizado para el resto de indicadores, en este caso el umbral se fija de acuerdo con los umbrales establecidos tanto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento como en el PDE. Finalmente, si bien los estudios más recientes sugieren que niveles excesivos de deuda pública tienen un impacto negativo en el crecimiento de una economía, resulta a día de hoy controvertido concluir que dicho umbral óptimo se encuentre en el nivel fijado (60 por 100 del PIB).

En el caso de España, la deuda pública continúa la senda de expansión iniciada en 2008, alcanzando el 99,3 por 100 del PIB al final de 2014 fruto tanto de la acumulación de déficits públicos como de los ajustes déficit-deuda de los últimos periodos (FLA, Fondo de proveedores, FROB, FADE, etcétera).

3.5. Mercado de trabajo

La elevada tasa de desempleo constituye, a día de hoy, el desequilibrio más relevante de la ▷

GRÁFICO 9
TASAS DE DESEMPLEO
(Tasa de variación, en porcentaje)

Fuente: Encuesta de Población Activa (INE).

economía española, pero el uso del indicador del MIP del mercado de trabajo como mecanismo de vigilancia y alerta temprana resulta deficiente. En efecto, el indicador toma la media móvil de la tasa de desempleo de los últimos tres años (doce trimestres) por lo que resulta hasta cierto punto engañoso por cuanto refleja la tendencia pasada, pero no la evolución más reciente y mucho menos una visión a futuro. En la situación actual, este hecho conlleva que el cambio de tendencia en la evolución del desempleo observado en España, ya desde 2013, no se haya traducido en un cambio de tendencia en el indicador del MIP hasta el primer trimestre de 2015. Así, como se ve en el Gráfico 9, el máximo de la tasa de paro se alcanzó en el primer trimestre de 2013 (26,9 por 100 en términos trimestrales), momento a partir del cual la tasa de desempleo comenzó a caer hasta situarse en el 21,2 por 100 en el tercer trimestre de 2015.

Se trata, por lo tanto, de un indicador que muestra la magnitud del impacto de los desequilibrios macroeconómicos en variables socioeconómicas. Intenta reflejar la evolución del desempleo estructural y su impacto en el crecimiento potencial de la economía así como la repercusión que

el mercado de trabajo puede tener en otras variables sociales.

4. Conclusión

El cuadro de indicadores es una herramienta sencilla y práctica para identificar desequilibrios, cuya validez depende crucialmente de la lectura económica que se haga de los indicadores. La determinación de los umbrales juega un papel clave en dicha interpretación económica, por lo que la Comisión Europea adoptó un enfoque estadístico prudente, lo suficientemente laxo como para evitar un número excesivo de falsas alarmas pero, a la vez, lo suficientemente estricto como para identificar desequilibrios en los países. Sin embargo, los actuales umbrales no están exentos de problemas que merman su efectividad. El riesgo de obsolescencia, la incapacidad de discriminar entre países o la inconsistencia en algunos casos con la evidencia empírica son quizás los principales, pero no únicos, inconvenientes de los umbrales fijados por la Comisión en 2011. Esta situación obligará en ▷

un futuro no muy lejano a su revisión o actualización en profundidad.

Por otro lado, el diseño original de los indicadores del *scoreboard* adolece de algunas limitaciones que se pondrán de manifiesto en la siguiente fase de crecimiento. En particular, es cuestionable su foco en la evolución pasada de las variables macroeconómicas, agravado con el uso de medias móviles, cuando el objetivo último de todo el proceso es disponer de una herramienta fiable capaz de alertar lo antes posible sobre evoluciones económicas potencialmente peligrosas para el correcto funcionamiento de la zona euro. Además, las variables escogidas recogen en gran medida preocupaciones del corto y medio plazo, dejando de lado los desafíos de más largo alcance como son

el crecimiento potencial, el envejecimiento de la población y la sostenibilidad ambiental. Asimismo, es conveniente revisar los indicadores elegidos y los umbrales estimados a la luz de la revisión y mejora de las fuentes estadísticas como, por ejemplo, la adopción del Sexto Manual de Balanza de Pagos o el nuevo Sistema Europeo de Cuentas 2010.

Finalmente, se puede destacar que España ha corregido en los últimos años la mayor parte de los desequilibrios acumulados en la última fase expansiva. En particular, los indicadores flujo y la variación de los indicadores fondo progresan en la dirección correcta. Los abultados saldos acumulados durante el *boom* requerirán más tiempo para volver a situarse dentro de los umbrales. La profundización en la agenda de reformas estructurales permitirá acelerar este proceso.