Guía del dictamen económico

Primer ejercicio, segunda parte · Lecciones de economía general e internacional

Arturo Lorenzo

Edición 1.0 · noviembre de 2026

Índice

0. Consideraciones previas **4**
0.1. El ejercicio . . . 4
0.2. Cómo leer el cuadro antes de escribir . . . 5
0.3. Qué suele preguntar el tribunal . . . 6
0.4. Cómo redactar . . . 7

1. Análisis del crecimiento **8**
1.1. Tasa de crecimiento y aceleración . . . 8
1.2. PIB potencial y brecha de producción . . . 10
1.3. Renta nacional y crecimiento per cápita . . . 11
1.4. Tipos de recuperación . . . 12
1.5. Cuadro resumen . . . 12

2. Análisis de los componentes de demanda **13**
2.1. Aportaciones al crecimiento . . . 13
2.2. Demanda interna . . . 14
2.3. Demanda externa . . . 15
2.4. Apertura y competitividad . . . 16
2.5. Cuadro resumen . . . 17

3. Análisis de los componentes de oferta **18**
3.1. Descomposición del crecimiento: productividad y empleo . . . 18
3.2. Sectores productivos . . . 19
3.3. Población y tasas del mercado de trabajo . . . 20
3.4. Costes laborales, excedente y márgenes . . . 21
3.5. Relaciones macroeconómicas del mercado de trabajo . . . 22
3.6. Cuadro resumen . . . 24

4. Sector exterior **25**
4.1. Estructura de la balanza de pagos . . . 25
4.2. Capacidad o necesidad de financiación . . . 26
4.3. Cuenta financiera y patrón de financiación . . . 27
4.4. Posición de inversión internacional . . . 28
4.5. Competitividad y relación real de intercambio . . . 29
4.6. Sostenibilidad exterior . . . 30
4.7. Cuadro resumen . . . 32

5. Política monetaria, inflación y sector financiero **33**
5.1. Inflación y precios . . . 33
5.2. Tipos de interés y agregados monetarios . . . 35
5.3. Tono, transmisión y eficacia de la política monetaria . . . 36
5.4. Sector bancario y financiero . . . 38
5.5. Cuadro resumen . . . 40

6. Política fiscal y sostenibilidad de la deuda **41**
6.1. Gasto e ingresos públicos 41
6.2. Saldo público 42
6.3. Deuda pública y sostenibilidad 44
6.4. Reglas fiscales de la UE 45
6.5. Cuadro resumen 46

7. Recomendaciones de política económica **47**
7.1. Cómo formular las recomendaciones 47
7.2. Recomendaciones según el diagnóstico 47
7.3. Cuadro resumen 50

Anexo A. Vocabulario de contabilidad nacional (español–inglés) **51**

Anexo B. Fuentes de información **52**

0. Consideraciones previas

Esta sección no trata de un bloque del dictamen, sino de la manera de abordarlo. Describe el formato del ejercicio, el orden en que conviene leer el cuadro, lo que suele preguntar el tribunal y algunos criterios de redacción. Su objetivo es que el opositor llegue a la redacción con el diagnóstico hecho y los cálculos básicos resueltos.

Preguntas guía

- ¿Qué tipo de economía describe el cuadro? ¿Es avanzada o emergente, grande o pequeña y abierta, con tipo de cambio fijo o flexible, dentro o fuera de una unión monetaria?
- ¿En qué etapas puede dividirse el perfil cíclico? ¿Hay un acontecimiento (crisis, perturbación, cambio de política) sobre el que pivota el dictamen?
- ¿Qué pide exactamente cada pregunta y qué datos del cuadro permiten contestarla?
- ¿Qué variables derivadas hay que calcular antes de escribir?

0.1. El ejercicio

En la segunda parte del primer ejercicio, el opositor recibe un cuadro macroeconómico de un país con series anuales y responde a varias preguntas (normalmente cinco). El resultado se parece a un informe del artículo IV del Fondo Monetario Internacional (FMI). El país puede ser avanzado o en desarrollo, real o ficticio. Se valora la lectura coherente de los datos, no la erudición.

Notación. A lo largo de la guía, Y designa el PIB real y P_Y el deflactor del PIB. Para cualquier variable x, g_x es su tasa de variación en porcentaje y Δx su variación en puntos. Las fórmulas expresadas en tasas son aproximaciones, válidas cuando las tasas son pequeñas. La letra α denota la participación de las rentas del capital en la renta (apartado 3.1), salvo en la regla de Taylor (apartado 5.3), donde α_π y α_y son coeficientes de reacción. Por último, r es un tipo de interés real, que en el apartado 5.2 se calcula a partir del tipo oficial y en el apartado 6.3 es el tipo implícito de la deuda pública.

0.2. Cómo leer el cuadro antes de escribir

Conviene dedicar una parte sustancial del tiempo a la lectura y los cálculos antes de redactar, con este orden:

1. **Leer todas las preguntas primero**, para saber qué datos hacen falta y qué respuesta se ocupa de cada tema.

2. **Identificar el tipo de economía.** El peso de la inversión y de las exportaciones, la inflación, el régimen cambiario y el nivel de deuda orientan la comparación con economías avanzadas o emergentes.

3. **Marcar las fases del ciclo** sobre el propio cuadro a partir del crecimiento del PIB real y su aceleración (apartado 1.1), y localizar el acontecimiento central, si lo hay.

4. **Calcular las variables derivadas** y anotarlas junto al cuadro. Conviene empezar por las siguientes:

- Crecimiento del PIB real y su aceleración (apartado 1.1).
- Tipo de interés real (apartado 5.2).
- Salario real, como poder adquisitivo y como coste para la empresa (apartado 3.4).
- Productividad aparente del trabajo (PAT; apartado 3.1).
- Costes laborales unitarios (CLU), nominales y reales (apartado 3.4).
- Margen empresarial (apartado 3.4).
- Capacidad o necesidad de financiación de la nación (apartado 4.2).
- Brecha de producción, si el cuadro ofrece el PIB potencial (apartado 1.2).
- Aportaciones de los componentes de la demanda al crecimiento (apartado 2.1).

5. **Señalar valores anómalos o incoherencias**, como un salto en una serie o un cambio de signo, y decidir si son relevantes para alguna pregunta.

0.3. Qué suele preguntar el tribunal

La tabla recoge las preguntas de 2020 a 2024. El perfil cíclico abre todas las convocatorias, aunque en 2023 no se preguntó de forma directa. Los bloques siguientes rotan entre el sector exterior, el mercado de trabajo, la política monetaria y el sistema financiero, y la política fiscal.

Año	P1	P2	P3	P4	P5
2020	Perfil cíclico, perfil cíclico de la demanda y contribución al crecimiento de la demanda interna	Sector exterior: DAFO, patrón de financiación exterior y riesgos	Política monetaria: canales de transmisión y efecto del régimen de flotación libre	Mercado de trabajo: fortalezas y vulnerabilidades, políticas de empleo	Estabilidad financiera: solvencia y rentabilidad de los bancos, riesgo de tipos bajos
2021	Perfil cíclico, perfil cíclico de la demanda y evolución del PIB potencial	Variación de los CLU reales, comparación con la posición cíclica, Okun y Phillips	Sector exterior: crisis de 2018	Política monetaria: dominancia fiscal y política de aumento de R*	Política fiscal: *policy mix*, política de endeudamiento y saldo estructural primario
2022	Perfil cíclico y perfil cíclico de la demanda	Sector exterior: causas del déficit permanente, condición de Marshall-Lerner y alternativas de política económica	Política monetaria: adecuación	Sector financiero: estabilidad financiera, vulnerabilidades y fortalezas	Programa de asistencia del FMI: efectos sobre el saldo público y sobre el sector exterior
2023	Perfil cíclico (de forma indirecta), diferencia entre PIB y renta nacional bruta (RNB) y perfil cíclico del consumo privado	Política monetaria: previsiones y persistencia de la inflación, efecto base, eficacia de la política monetaria y situación del sistema financiero	Sector exterior: volatilidad de la capacidad o necesidad de financiación	Mercado de trabajo: tasa de actividad y curva de Beveridge	Política fiscal: evolución de la deuda pública y reglas fiscales de 2024
2024	Perfil cíclico, perfil cíclico de la demanda y perfil cíclico de la oferta	Situación a corto plazo y situación a largo plazo	Sector exterior: evolución de la posición de inversión internacional (PII) y de las reservas	Política monetaria: canales de transmisión, efectos sobre los agregados y lucha contra la inflación	Política fiscal: sostenibilidad a medio y largo plazo

En convocatorias anteriores, entre 2011 y 2019, se pidieron además cálculos concretos, como los CLU nominales, la PAT, la brecha de producción, el esfuerzo estructural y las contribuciones al crecimiento.

0.4. Cómo redactar

Empezar con un diagnóstico. La primera respuesta, o una breve introducción, ofrece en un párrafo la visión de conjunto, por ejemplo: "El cuadro describe una economía [avanzada/emergente] que, tras [acontecimiento] en [año], pasa de [fase] a [fase]. El crecimiento descansa sobre todo en [motor]. Sus principales desequilibrios son [dos como máximo]". Cada respuesta posterior confirma o matiza ese diagnóstico con datos.

Responder a cada pregunta por separado. Cada respuesta debe entenderse sola y contestar exactamente lo que se pregunta. Si un tema pertenece a otra pregunta, basta una remisión ("véase la respuesta 3").

Mostrar los cálculos. Hay que escribir la fórmula, la sustitución y el resultado con sus unidades, que son el % para las tasas, los puntos porcentuales (pp) para las diferencias entre tasas y el % del PIB para las ratios. Un cálculo bien planteado puntúa aunque contenga un error aritmético.

Distinguir la naturaleza de cada movimiento. Importa separar lo puntual de lo sostenido (un año atípico frente a una tendencia) y lo discrecional de lo automático (una medida de política frente a la acción de los estabilizadores o de una regla).

Ser prudente en las conclusiones. Un cuadro anual rara vez permite afirmaciones tajantes, de modo que son preferibles fórmulas como "los datos son compatibles con" o "apuntan a", acompañadas del dato adicional que confirmaría la hipótesis.

Dejar las recomendaciones para el final. Deben derivarse de los desequilibrios identificados, ordenarse por prioridad y ser coherentes con el régimen del país (sección 7).

Ceñirse a lo que el cuadro permite afirmar. Un comentario técnico que el tribunal no ha pedido y que el cuadro no sustenta añade riesgo y no aporta puntos. Tres casos son frecuentes:

- *Valores llamativos en variables no preguntadas* (p. ej. el crecimiento del dinero amplio): solo se comentan si sirven para responder a una pregunta concreta.
- *Matices metodológicos*, como la diferencia entre la deuda del procedimiento de déficit excesivo y los pasivos según el sistema de cuentas nacionales: solo si la pregunta lo pide o el cuadro muestra ambas cifras.
- *Hechos poco intuitivos* (p. ej. que la tasa de inversión sea mayor en muchas economías emergentes que en las avanzadas): solo si los datos lo exigen, y siempre con la razón y la fuente.

El mismo criterio vale para el comportamiento cíclico de las variables. Solo deben afirmarse las regularidades bien establecidas, como el carácter procíclico del empleo.

1. Análisis del crecimiento

El primer bloque del dictamen fija el perfil cíclico. Debe dejar claro en qué etapas se divide el periodo, con qué intensidad crece la economía respecto de su potencial y si hay señales de sobrecalentamiento o de holgura. El resto del dictamen explica y matiza este diagnóstico.

Preguntas guía

- ¿En qué etapas puede dividirse el perfil cíclico? ¿Hay un acontecimiento sobre el que pivota el dictamen?
- ¿Cómo es el crecimiento: intenso o débil respecto del potencial y de economías comparables? ¿Se acelera o se frena?
- ¿Hay sobrecalentamiento o acumulación de desequilibrios? ¿Qué dice la brecha de producción y qué otros indicadores la corroboran?
- ¿Difieren el PIB y la RNB? ¿Crece la renta per cápita?
- Tras una crisis, ¿qué forma tiene la recuperación y cuándo se recupera el nivel previo?

1.1. Tasa de crecimiento y aceleración

Crecimiento del PIB real

Qué mide. La variación porcentual del PIB en volumen (a precios constantes o encadenados) entre dos periodos (SEC 2010). Con datos anuales, $g_{Y,t}$ compara el PIB de un año, que es la suma de sus cuatro trimestres, con el del año anterior.

Cómo leerlo. Es el indicador central del perfil cíclico. Conviene valorarlo frente al crecimiento potencial del país, a su media histórica y al de economías comparables, porque un mismo 2 % es sólido en una economía avanzada y débil en una emergente.

Determinantes. Desde el lado de la demanda, la evolución de la demanda interna y externa (sección 2). Desde el lado de la oferta, la aportación del trabajo, del capital y de la productividad total de los factores (PTF; sección 3).

Cálculo. Las tasas se expresan en porcentaje.

- *Tasa anual*: $g_{Y,t} = \left(\frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1\right) \cdot 100$.
- *Crecimiento medio en n años*: $\bar{g}_Y = \left[\left(\frac{Y_{t+n}}{Y_t}\right)^{1/n} - 1\right] \cdot 100$, es decir, la media geométrica, no la aritmética.
- *Tasa intertrimestral anualizada*: $\left[\left(1 + \frac{g_q}{100}\right)^4 - 1\right] \cdot 100$, donde g_q es la tasa intertrimestral. Extrapola a un año el ritmo de un solo trimestre.
- *Tasa interanual*: $\left(\frac{Y_t}{Y_{t-4}} - 1\right) \cdot 100$, con t medido en trimestres. Recoge lo ocurrido en los cuatro últimos trimestres.

Referencias. Las cifras del FMI sitúan el crecimiento del país en su grupo. La definición de recesión debe usarse con cautela.

- *Economías avanzadas*: crecimiento medio del 1,3 % en 2008-2017 y de entre el 1,7 % y el 1,9 % en 2023-2025 (R; FMI, 2026).
- *Emergentes y en desarrollo*: 5,0 % de media en 2008-2017 y entre el 4,4 % y el 4,5 % en 2023-2025 (R; FMI, 2026).
- *Recesión técnica*: dos trimestres consecutivos de caída intertrimestral del PIB (C). El NBER no adopta esta convención periodística y analítica, pues define la recesión como un descenso significativo y generalizado de la actividad que dura más de unos meses (C; NBER).

Cuidado. La tasa trimestral no se anualiza multiplicando por cuatro. Un 2 % trimestral equivale a un 8,24 % anualizado, no a un 8 %. Tampoco deben usarse bandas fijas ("débil por debajo del x %") sin referirlas al potencial del país.

Aceleración del crecimiento

Qué mide. La variación de la tasa de crecimiento entre dos años, en puntos porcentuales: $\Delta g_{Y,t} = g_{Y,t} - g_{Y,t-1}$.

Cómo leerlo. Si se combina el signo de g_Y con el de Δg_Y, las fases se fechan con rapidez.

	$\Delta g_Y > 0$ (se acelera)	$\Delta g_Y < 0$ (se frena)
$g_Y > 0$	Expansión que se intensifica (o recuperación tras una caída)	Desaceleración
$g_Y < 0$	Contracción que se modera (cerca del punto mínimo)	Contracción que se agrava

En rigor, las fases se definen por el **nivel** de actividad y no por su tasa de variación.

- *Contracción*: va del máximo cíclico al mínimo.
- *Recuperación*: va del mínimo hasta que se vuelve al máximo anterior.
- *Expansión*: empieza cuando se supera ese máximo.

Por eso una caída que se modera sigue siendo contracción, y no recuperación.

Cuidado. Hay que fechar etapas de varios años. Un año aislado rara vez justifica una fase propia, salvo que responda a una perturbación evidente.

1.2. PIB potencial y brecha de producción

PIB potencial

Qué mide. El nivel de producción ($\bar{Y}$) compatible con un uso normal, que no máximo, de los factores y con una inflación estable. No es observable, de modo que siempre se trabaja con estimaciones.

Cómo leerlo. $g_{\bar{Y}}$ es el ritmo de crecimiento sostenible. Cuando la economía crece por encima del potencial, cierra una brecha negativa o amplía una positiva. Las estimaciones se revisan mucho, sobre todo al final de la muestra y tras las crisis.

Determinantes. Influyen la población en edad de trabajar, la tasa de actividad, el paro estructural, la acumulación de capital y la PTF. Las crisis prolongadas pueden reducirlo por histéresis (apartado 3.5).

Cálculo. Hay tres familias de métodos, y cada una da cifras distintas.

- *Función de producción*: combina las tendencias del trabajo, del capital y de la PTF. La usan la Comisión Europea y la OCDE.
- *Filtros estadísticos* (Hodrick-Prescott, Kalman): extraen la tendencia de la serie del PIB. Son sencillos, pero poco fiables al final de la muestra.
- *Modelos multivariantes*: añaden información sobre inflación y paro para identificar el componente cíclico.

Referencias. La proyección del FMI a cinco años puede usarse como aproximación del potencial, ya que el FMI no publica ese agregado en su apéndice estadístico (R/C; FMI, 2026).

- *Economías avanzadas*: en torno al 1,5 %.
- *Emergentes y en desarrollo*: en torno al 4 %.

Brecha de producción

Qué mide. La diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del potencial ($\tilde{y}$). Es el componente cíclico de la actividad.

Cómo leerlo. Depende del signo.

- $\tilde{y} > 0$: la demanda supera la capacidad sostenible y hay riesgo de presiones inflacionistas. Solo cabe hablar de **sobrecalentamiento** si otras señales lo corroboran, como una inflación subyacente al alza, salarios y CLU que se aceleran, paro por debajo de su nivel estructural, crédito que crece más que el PIB nominal, un déficit exterior en aumento o una fuerte subida del precio de los activos.
- $\tilde{y} \approx 0$: la economía está en torno a su potencial.
- $\tilde{y} < 0$: hay holgura, es decir, recursos ociosos, paro cíclico y presiones desinflacionistas.

Determinantes. La brecha refleja perturbaciones de demanda y de oferta. Una perturbación de demanda mueve Y mientras $\bar{Y}$ apenas cambia. Una perturbación negativa de oferta, como una subida del precio de la energía, reduce $\bar{Y}$ y puede cerrar la brecha, o incluso volverla positiva, sin que haya auge de demanda. Por eso una brecha positiva con crecimiento débil puede reflejar una caída del potencial más que un exceso de demanda.

Cálculo. $\tilde{y} = \frac{Y-\bar{Y}}{\bar{Y}} \cdot 100$ y, en variación, $\Delta\tilde{y} \approx g_Y - g_{\bar{Y}}$ (en puntos). Si solo se dispone de tasas, se acumulan a partir de un año en que se suponga $\tilde{y} \approx 0$, y conviene declarar ese supuesto.

Cuidado. Una brecha estimada no es un dato. Debe tratarse como un indicio que otros indicadores confirman o desmienten, nunca como la base de todo el diagnóstico.

1.3. Renta nacional y crecimiento per cápita

PIB frente a RNB

Qué mide. La renta nacional bruta (RNB) es el PIB más el saldo de rentas primarias con el resto del mundo, que se definen en el apartado 4.1 (SEC 2010; MBP6). Mientras el PIB mide la producción obtenida dentro del territorio, la RNB mide la renta que perciben los residentes.

Cómo leerlo. La RNB suele ser inferior al PIB en los deudores netos y en los grandes receptores de inversión extranjera directa, que pagan intereses y beneficios a no residentes. En los acreedores netos suele ocurrir lo contrario. Si la diferencia negativa se amplía, aumenta la dependencia del capital exterior o su coste.

Cálculo. RNB = PIB + saldo de rentas primarias.

Cuidado. Las remesas de emigrantes son renta secundaria, por lo que afectan a la renta nacional disponible y no a la RNB.

PIB per cápita

Qué mide. El PIB real dividido por la población. Aproxima el nivel de vida mejor que el PIB total.

Cómo leerlo. Si la población aumenta con rapidez, un crecimiento elevado del PIB puede esconder un estancamiento de la renta per cápita. Si la población disminuye, un PIB estancado puede ser compatible con mejoras de la renta por habitante. No debe confundirse con el PIB por ocupado (PAT), que mide la eficiencia productiva.

Cálculo. $g_{Y/\mathrm{Pob}} \approx g_Y - g_{\mathrm{Pob}}$.

1.4. Tipos de recuperación

Tras una crisis, la forma de la recuperación se describe por la trayectoria del **nivel** del PIB.

- *En V*: caída intensa y rebote rápido hasta el máximo previo. Es típica de las perturbaciones transitorias.
- *En U*: el PIB permanece varios periodos cerca del mínimo antes de recuperarse.
- *En W*: se produce una recaída (*double dip*) antes de que la recuperación se consolide, p. ej. por una retirada prematura de los estímulos.
- *En L*: el nivel del PIB queda de forma duradera por debajo de su tendencia anterior, lo que suele indicar una pérdida de potencial (crisis financieras, histéresis).

Para clasificarla, se indexa el PIB a 100 en el máximo previo y se cuentan los años necesarios para volver a ese nivel.

1.5. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
g_Y (economías avanzadas)	Comparar con el potencial y con la media del grupo	Media 2008-2017: 1,3 %; 2023-2025: 1,7-1,9 % (R; FMI, 2026)
g_Y (emergentes y en desarrollo)	Tasas más altas son normales	Media 2008-2017: 5,0 %; 2023-2025: 4,4-4,5 % (R; FMI, 2026)
$g_{\bar{Y}}$	Ritmo sostenible; $g_Y > g_{\bar{Y}}$ eleva la brecha	Avanzadas $\approx$ 1,5 %; emergentes $\approx$ 4 % (R/C; FMI, 2026)
Δg_Y	Aceleración o desaceleración; con el signo de g_Y, fecha las fases	Sin umbral
Recesión técnica	Dos trimestres de caída intertrimestral	Convención (C); el NBER no la adopta
$\tilde{y}$	> 0: riesgo de sobrecalentamiento si lo corroboran precios, salarios y crédito; < 0: holgura	Sin umbral; estimación incierta
RNB − PIB	Negativa en deudores netos o grandes receptores de inversión directa	Sin umbral
$g_{Y/\text{Pob}}$	Nivel de vida; importa si la población crece	Sin umbral
Forma de la recuperación	V, U, W o L según la trayectoria del nivel	Años hasta recuperar el máximo previo

2. Análisis de los componentes de demanda

Esta sección debe identificar el motor del crecimiento. Para ello se examina qué componentes del gasto explican la variación del PIB real, si el crecimiento descansa en la demanda interna o en la externa y si esa composición es sostenible. Conviene razonar con aportaciones en puntos, y no solo con tasas.

Preguntas guía

- ¿Qué componentes aportan más al crecimiento en cada etapa del perfil cíclico? ¿Cuál es el motor de la recuperación?
- ¿Evoluciona el consumo privado en línea con la renta disponible, el empleo y el crédito, o se apoya en una caída del ahorro?
- ¿La inversión refleja expectativas favorables y ampliación de capacidad, o un auge de la construcción financiado con crédito?
- ¿La aportación exterior es positiva por el avance de las exportaciones o por la caída de las importaciones?

2.1. Aportaciones al crecimiento

Aportación de un componente

Qué mide. Los puntos porcentuales de crecimiento del PIB real que explica cada componente del gasto (SEC 2010). Los componentes se agrupan en dos bloques.

- *Demanda interna*: consumo final de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), consumo final de las Administraciones Públicas (AA. PP.) y formación bruta de capital (formación bruta de capital fijo o FBCF, variación de existencias y objetos valiosos).
- *Demanda externa*: exportaciones menos importaciones de bienes y servicios.

Cómo leerlo. La aportación combina crecimiento y peso, de modo que un componente que crece mucho pero pesa poco aporta poco. Sumadas, las aportaciones de la demanda interna y de la externa reproducen aproximadamente el crecimiento del PIB.

Cálculo. Con $s_{i,t-1}$ el peso del componente i en el PIB del año anterior y g_i su tasa de variación real, en %,

$$g_Y \approx \sum_i s_{i,t-1}\, g_i = s_C g_C + s_G g_G + s_{\text{FBCF}}\, g_{\text{FBCF}} + 100\,\frac{\Delta \text{VE}_t}{Y_{t-1}} + s_X g_X - s_M g_M$$

Por ejemplo, con $s_X = 0{,}30$ y $g_X = 5$ % las exportaciones aportan 1,5 puntos. Los términos se agrupan en los dos bloques anteriores.

- *Demanda interna*: los cuatro primeros, con un peso conjunto DI/Y que supera la unidad cuando hay déficit comercial. Las existencias entran por su variación sobre el PIB, porque su

tasa de variación carece de sentido (la variación de existencias puede ser negativa o próxima a cero).

- *Demanda externa*: $s_X g_X - s_M g_M = 100\,\Delta \mathrm{XN}_t / Y_{t-1}$. Las importaciones restan porque ya están incluidas en los demás componentes del gasto.

Cuidado. Se suman productos de peso por tasa, nunca tasas, pesos o variaciones absolutas sueltas. Con volúmenes encadenados la aditividad no es exacta, así que, si el cuadro ofrece las aportaciones oficiales, se usan estas.

2.2. Demanda interna

Consumo privado

Qué mide. El gasto en consumo final de los hogares residentes (y de las ISFLSH), incluidos los bienes duraderos y el alquiler imputado de la vivienda en propiedad. La compra de vivienda nueva no es consumo, sino FBCF de los hogares (SEC 2010, cap. 3).

Cómo leerlo. Es el componente de mayor peso. Resulta procíclico, pero menos volátil que el PIB, porque los hogares alisan su consumo; la excepción son los bienes duraderos, muy sensibles al ciclo. Si el consumo crece más que la renta disponible real, la tasa de ahorro cae y el avance es menos sostenible.

Determinantes. Pesan sobre todo la renta disponible real (empleo, salarios, transferencias e impuestos), el crédito, los tipos de interés y la riqueza. También influyen la confianza, el ahorro precautorio y la inflación.

Referencias. El consumo de los hogares equivale al 58,6 % del PIB en los países de renta alta, al 48,8 % en los de renta media-alta, al 73,4 % en los de renta media-baja y al 82,0 % en los de renta baja (R; Banco Mundial, 2024).

Consumo público

Qué mide. El gasto en consumo final de las AA. PP. (SEC 2010), que tiene dos componentes.

- *Producción no de mercado*: se valora por su coste (remuneración de los empleados públicos, consumos intermedios, consumo de capital fijo y otros impuestos netos sobre la producción) menos las ventas y los pagos parciales de los usuarios.
- *Transferencias sociales en especie adquiridas a productores de mercado*: bienes y servicios que las AA. PP. compran a empresas y entregan directamente a los hogares, como los medicamentos financiados.

Cómo leerlo. Depende de las decisiones de política fiscal más que del ciclo. Su aportación es anticíclica cuando se usa como estímulo y puede restar crecimiento en las fases de consolidación.

Referencias. El consumo público supone el 17,5 % del PIB en los países de renta alta, el 15,9 % en los de renta media-alta, el 11,9 % en los de renta media-baja y el 11,5 % en los de renta baja, con una media mundial del 16,7 % (R; Banco Mundial, 2024).

Formación bruta de capital

Qué mide. La inversión en capital producido (SEC 2010), que se desglosa en tres partidas.

- *FBCF*: adquisiciones menos cesiones de activos fijos producidos, es decir, viviendas, otras construcciones, maquinaria y bienes de equipo (incluido el material de transporte y los sistemas de armamento), recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual (I+D, *software*).
- *Variación de existencias*: entradas menos salidas de materias primas, productos en curso y productos terminados.
- *Objetos valiosos*: adquisiciones menos cesiones de joyas, metales preciosos no monetarios u obras de arte mantenidos como depósito de valor, de peso mínimo.

Cómo leerlo. Es el componente más volátil y procíclico. La inversión residencial suele adelantarse al ciclo y las existencias acentúan los puntos de giro. La inversión en equipo e intangibles eleva el PIB potencial, mientras que un auge residencial acompañado de crédito elevado es señal de desequilibrio (apartado 5.4).

Determinantes. Los principales son la rentabilidad y la demanda esperadas, la utilización de la capacidad, el coste del capital (tipo de interés real) y el acceso al crédito. Influyen además los beneficios retenidos y la incertidumbre. La inversión pública depende de la política fiscal y de los fondos externos.

Referencias. Conviene distinguir la inversión total de la pública.

- *Formación bruta de capital*: 22,6 % del PIB en los países de renta alta, 33,7 % en los de renta media-alta (40,5 % en China), 31,2 % en los de renta media-baja y 20,9 % en los de renta baja, con una media mundial del 26,3 % (R; Banco Mundial, 2024).
- *Inversión pública (FBCF de las AA. PP.)*: en torno al 3,8 % del PIB en la UE y al 3,6 % en la zona del euro en 2025 (R; cálculo propio con datos de Eurostat, 2026).

Cuidado. En el modelo $Y = C + I + G + \mathrm{XN}$, G agrupa el consumo y la inversión públicos, mientras que la contabilidad nacional incluye la inversión pública en la formación bruta de capital. Hay que declarar el desglose que se usa y no contar dos veces la inversión pública.

2.3. Demanda externa

Exportaciones, importaciones y exportaciones netas

Qué mide. Las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios en términos reales. Su diferencia son las exportaciones netas, $\mathrm{XN} = X - M$, próximas al saldo de bienes y servicios de la balanza de pagos (apartado 4.1).

Cómo leerlo. Las importaciones son procíclicas porque siguen a la demanda final, sobre todo a la inversión en equipo y al consumo de duraderos, mientras que las exportaciones dependen de la demanda mundial. Por eso la aportación de las exportaciones netas tiende a ser anticíclica y resta en las expansiones impulsadas por la demanda interna, pero suma en las recesiones. El patrón puede no cumplirse si la perturbación es exterior o si los ciclos de los socios están sincronizados.

Determinantes. Cada flujo tiene los suyos, y algunos son comunes.

- *Exportaciones*: el PIB de los socios comerciales (elasticidad renta) y la competitividad precio (elasticidad precio).
- *Importaciones*: la demanda final, incluidas las propias exportaciones por su contenido importado, y la competitividad precio.
- *Factores comunes*: la competitividad no precio, las barreras comerciales y la integración en las cadenas globales de valor.

Referencias. Los pesos en el PIB varían con el nivel de renta (R; Banco Mundial, 2024).

- *Exportaciones*: 31,4 % en los países de renta alta y 20,2 % en los de renta baja, con una media mundial del 29,1 %.
- *Importaciones*: 30,2 % en los países de renta alta y 32,2 % en los de renta baja, con una media mundial del 28,1 %.

Cuidado. Lo anticíclico no es "la demanda externa", sino la aportación del saldo, y ello se debe a las importaciones. Una aportación exterior positiva lograda con importaciones en caída no es una ganancia de competitividad.

2.4. Apertura y competitividad

Grados de apertura, cobertura y penetración

Qué mide. Tres ratios describen la relación de la economía con el comercio exterior.

- *Apertura*: el peso del comercio exterior en el PIB.
- *Cobertura*: la parte de las importaciones que se paga con exportaciones.
- *Penetración*: la parte de la demanda interna que se atiende con importaciones.

Cómo leerlo. La apertura depende sobre todo del tamaño del país y mide la exposición a perturbaciones externas. Una cobertura inferior al 100 % indica déficit comercial. Si la penetración aumenta sin que lo hagan las exportaciones, la producción nacional pierde cuota en su propio mercado.

Cálculo. La apertura es $(X + M)/Y$, aunque a veces se usa $(X + M)/2Y$, por lo que hay que indicar la definición elegida. La cobertura es $100{\cdot}X/M$ y la penetración, $M/\mathrm{DI} = M/(Y{-}X{+}M)$. No debe confundirse esta última con M/Y, que es la propensión media a importar.

Referencias. Con la definición $(X + M)/Y$ (R; cálculo propio con datos del Banco Mundial, 2024), los valores varían con el tamaño del país.

- *Economías grandes*: EE. UU. ≈ 25 %, Japón ≈ 45 % y Alemania ≈ 79 %.
- *Economías pequeñas y centros de reexportación*: superan el 100 % del PIB, como Países Bajos (≈ 154 %) o Irlanda (≈ 246 %).

Relación real de intercambio y tipo de cambio efectivo real

La relación real de intercambio (RRI) y el tipo de cambio efectivo real (TCER) se definen en el apartado 4.5. En el análisis de la demanda interesan por dos efectos. Una mejora de la RRI eleva la renta real por encima del PIB real y sostiene el consumo, mientras que un encarecimiento de la energía importada tiene el efecto contrario. Por su parte, una apreciación real persistente tiende a reducir las exportaciones y a elevar las importaciones, con cierto retraso.

2.5. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
Aportación de la demanda interna	Motor del crecimiento si explica la mayor parte de g_Y	$\sum s_{i,t-1} g_i$ de C, G y FBCF, más $100\,\Delta \mathrm{VE}_t / Y_{t-1}$
Aportación de la demanda externa	Suele ser anticíclica; ver si procede de X o de M	$s_X g_X - s_M g_M$
Consumo de los hogares (% PIB)	Procíclico, menos volátil que el PIB	Renta alta 58,6 %; baja 82,0 % (R; Banco Mundial, 2024)
Consumo público (% PIB)	Depende de la política fiscal	Renta alta 17,5 %; mundo 16,7 % (R; Banco Mundial, 2024)
Formación bruta de capital (% PIB)	Muy procíclica y volátil; vivienda adelantada	Renta alta 22,6 %; mundo 26,3 % (R; Banco Mundial, 2024)
Inversión pública (% PIB)	Aporta al potencial; se recorta en consolidaciones	UE $\approx$ 3,8 % (R; Eurostat, 2026)
Exportaciones (% PIB)	Dependen de la demanda mundial	Renta alta 31,4 %; mundo 29,1 % (R; Banco Mundial, 2024)
Importaciones (% PIB)	Procíclicas	Renta alta 30,2 %; mundo 28,1 % (R; Banco Mundial, 2024)
Apertura	Depende del tamaño del país	EE. UU. $\approx$ 25 %; Alemania $\approx$ 79 % (R; Banco Mundial, 2024)
Cobertura	$<$ 100 %: déficit comercial	100 % = equilibrio (definición)
RRI	Mejora: ganancia de renta real	Véase el apartado 4.5
TCER	Apreciación real: pérdida de competitividad precio	Véase el apartado 4.5

3. Análisis de los componentes de oferta

Esta sección explica el crecimiento desde la producción. Debe establecer cuánto aporta el empleo y cuánto la productividad, qué sectores lo impulsan y cómo está el mercado de trabajo en cuanto a utilización, costes laborales, márgenes y paro estructural.

Preguntas guía

- ¿El crecimiento es intensivo en empleo o en productividad? ¿La productividad sube por eficiencia o porque se destruye empleo poco productivo?
- ¿Qué sectores aportan más? ¿Hay dependencia de sectores muy cíclicos o de materias primas?
- ¿El empleo crece por demografía, participación o reducción del paro? ¿Hay dualidad o informalidad?
- ¿Los salarios crecen en línea con la productividad? ¿Cómo evolucionan los CLU nominales y reales y los márgenes?
- ¿Qué parte del paro es cíclica y qué parte estructural? ¿Hay indicios de histéresis o de problemas de emparejamiento?

3.1. Descomposición del crecimiento: productividad y empleo

Productividad aparente del trabajo (PAT) y empleo

Qué mide. El PIB (o valor añadido bruto, VAB) real por ocupado, por puesto equivalente a tiempo completo o por hora trabajada. Se llama "aparente" porque atribuye al trabajo toda la producción.

Cómo leerlo. En general es procíclica, ya que al inicio de las recesiones las empresas retienen plantilla y la PAT cae. Cuando el empleo se ajusta con rapidez, como ocurre con alta temporalidad, puede comportarse de forma anticíclica: si se destruye sobre todo empleo poco productivo, la PAT media sube por un efecto composición y no por una mejora de la eficiencia.

Determinantes. El capital por trabajador y la PTF, y también el capital humano, la composición sectorial y la utilización de la capacidad.

Cálculo.

$$Y = \mathrm{PAT} \cdot N_O \;\Rightarrow\; g_Y \approx g_{\mathrm{PAT}} + g_{N_O}$$

La expresión exacta es $1 + g_Y = (1 + g_{\mathrm{PAT}})(1 + g_{N_O})$. A su vez, $N_O = N_E \cdot \mathrm{TA} \cdot (1 - u)$, con TA la tasa de actividad y u la de paro, de modo que $g_{N_O} \approx g_{N_E} + g_{\mathrm{TA}} + g_{(1-u)}$. El empleo crece así por demografía, por mayor participación o por reducción del paro.

Cuidado. Si caen las horas por ocupado, la PAT por ocupado disminuye aunque la PAT por hora se mantenga.

Productividad total de los factores (PTF)

Qué mide. La parte del crecimiento que no explica la acumulación de capital y trabajo (residuo de Solow). Recoge el progreso técnico y las ganancias de eficiencia, pero también errores de medida y variaciones en la utilización de la capacidad.

Cómo leerlo. Determina el crecimiento a largo plazo. Como recoge la utilización de la capacidad, es procíclica, y por eso las conclusiones estructurales deben apoyarse en medias de varios años.

Cálculo. Con una función Cobb-Douglas $Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$,

$$g_{\mathrm{PTF}} = g_Y - \alpha\, g_K - (1-\alpha)\, g_L$$

donde α es la participación de las rentas del capital en la renta (y $1-\alpha$ la del trabajo), no la ratio K/Y. L se mide en horas o, si no hay datos, en ocupados. En términos por trabajador, $g_{\mathrm{PAT}} = \alpha\,(g_K - g_L) + g_{\mathrm{PTF}}$, es decir, la productividad crece por profundización del capital o por PTF. Si el enunciado no da α, puede estimarse con la participación del excedente en el VAB, corregida por la renta mixta de los autónomos, o suponerse el valor convencional $\alpha \approx 1/3$; en ambos casos conviene declarar el supuesto. La productividad del capital, Y/K (con $g_{Y/K} = g_Y - g_K$), también es procíclica. Si cae de forma sostenida mientras la inversión es intensa, apunta a rendimientos decrecientes o a una mala asignación del capital.

3.2. Sectores productivos

Estructura y aportación sectorial

Qué mide. La distribución del VAB por ramas de actividad, que suelen agruparse en cuatro grandes sectores.

- *Primario*: agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.
- *Industria*: industrias extractivas, manufacturas y suministro de energía y agua.
- *Construcción*: edificación residencial y no residencial y obra civil.
- *Servicios*: de mercado (comercio, transporte, hostelería, finanzas, servicios profesionales) y de no mercado (principalmente los prestados por las AA. PP.).

Cómo leerlo. El primario depende del clima y de los precios internacionales más que del ciclo interno. La manufactura es procíclica y sensible a la demanda exterior y a la inversión. La construcción es la rama más procíclica y volátil, y un peso elevado en el VAB es señal de vulnerabilidad. Los servicios son menos volátiles, aunque el turismo depende de la demanda exterior. Con el desarrollo, el empleo y el VAB se desplazan del primario a la industria y, después, a los servicios.

Cálculo. $g_{\mathrm{VAB}} \approx \sum_j w_{j,t-1}\, g_j$, con w_j el peso de la rama j en el VAB. El PIB añade al VAB los impuestos netos sobre los productos.

Referencias. Peso de la agricultura, la industria (entre paréntesis, manufacturas) y los servicios en el PIB, según el nivel de renta (R; Banco Mundial, 2024):

- *Renta alta*: 1,3 / 21,3 (12,0) / 69,3 (servicios, dato de 2015).
- *Renta media-alta*: 7,0 / 33,6 (21,2) / 56,1.
- *Renta media-baja*: 18,3 / 31,5 (16,7) / 60,0.
- *Renta baja*: 27,9 / 26,5 (9,0) / 42,3.

- *Mundo*: 4,1 / 25,4 (14,9) / 63,3.

En esta clasificación la industria incluye la construcción. Las cifras no suman exactamente 100, porque el VAB se mide a precios básicos y cada agregado se calcula con los países que tienen dato para cada rama.

3.3. Población y tasas del mercado de trabajo

Agregados de población (criterios de la OIT)

Qué mide. La clasificación de la población según su relación con la actividad económica.

- *Población en edad de trabajar* (N_E): la que supera una edad mínima (15 o 16 años, según la estadística) y, en algunas series, no rebasa una máxima (64 o 74 años).
- *Ocupados* (N_O): quienes en la semana de referencia trabajaron al menos una hora a cambio de una remuneración o beneficio, por cuenta ajena (asalariados) o propia, o estaban temporalmente ausentes de su empleo.
- *Parados* (N_P): personas sin empleo, disponibles para trabajar y que lo han buscado activamente, además de quienes ya han encontrado uno al que se incorporarán en breve.
- *Activos*: $N_A = N_O + N_P$.
- *Inactivos*: el resto de N_E (estudiantes, jubilados, personas dedicadas al hogar y, en general, quienes no buscan empleo o no están disponibles).

Cuidado. Las tres condiciones del paro se exigen a la vez. Quien no busca empleo es inactivo, aunque desee trabajar.

Tasas

Qué mide. Las ratios básicas del mercado de trabajo.

- *Actividad*: $\mathrm{TA} = N_A/N_E$.
- *Empleo*: $\mathrm{TO} = N_O/N_E = \mathrm{TA}\,(1-u)$.
- *Paro*: $u = N_P/N_A$.
- *Paro de larga duración*: N_P^{LD}/N_A, con N_P^{LD} los parados que llevan 12 meses o más en esa situación.
- *Asalarización*: N_{AS}/N_O, con N_{AS} los asalariados.
- *Temporalidad*: asalariados con contrato temporal sobre el total de asalariados.

Cómo leerlo. El paro solo baja si el empleo crece más que la población activa, de modo que empleo y paro pueden subir a la vez cuando aumenta la participación. Por eso la tasa de empleo resume mejor la utilización del trabajo. Un paro de larga duración elevado apunta a paro estructural y a riesgo de histéresis. Una asalarización baja sugiere informalidad, y una temporalidad alta, un mercado dual en el que el empleo reacciona con más intensidad al ciclo.

Cálculo. La variación de la tasa de paro puede aproximarse a partir del crecimiento del empleo y de los activos:

$$\Delta u \approx -(1-u)\,(g_{N_O} - g_{N_A})$$

Referencias. Valores recientes y umbrales del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM) de la UE.

- *Tasa de empleo*: OCDE (15-64 años), 70,3 % en el 3T-2025 (R; OCDE, 2026); UE (20-64 años), 76,1 % en 2025, entre el 67,6 % de Italia y el 83,6 % de Malta (R; Eurostat, 2026).
- *Tasa de paro*: OCDE, 5,0 % en abril de 2026 (R; OCDE, 2026); UE, 6,0 % en 2025, entre el 2,8 % de Chequia y el 10,5 % de España (R; Eurostat, 2026).
- *Paro juvenil* (menores de 25 años): UE, 15,1 % en julio de 2026 (R; Eurostat, 2026).
- *Paro de larga duración*: UE, 1,9 % de los activos, aproximadamente un tercio de los parados (R; Eurostat, 2025).
- *Umbrales del PDM* (UE): tasa de paro del 10 % y variación de la tasa de actividad en tres años de −0,2 pp (O; CE, PDM).

3.4. Costes laborales, excedente y márgenes

Coste laboral por asalariado (CLA) y costes laborales unitarios (CLU)

Qué mide. El coste del trabajo, con cuatro indicadores que difieren en la unidad de referencia y el deflactor.

- *CLA*: remuneración de asalariados (sueldos y salarios más cotizaciones sociales a cargo de los empleadores; SEC 2010, D.1) por asalariado.
- *CLU nominal*: coste laboral por unidad de producto real, CLU = CLA/PAT.
- *CLU real*: CLU deflactado por el deflactor del PIB (P_Y). Equivale a la participación de los salarios en la renta, ajustada por los autónomos.
- *Salario real*: CLA deflactado por el IPC. Mide el poder adquisitivo del trabajador, mientras que el CLA deflactado por P_Y mide el coste real para la empresa.

Cómo leerlo. Los CLU nominales crecen si los salarios avanzan más que la productividad, y comparados con los de los socios comerciales miden la competitividad en costes (apartado 4.5). No son anticíclicos en general. Van retrasados respecto al ciclo y se aceleran al final de las expansiones, cuando el mercado laboral se tensa y la productividad se frena. El CLU real suele subir al inicio de las recesiones, porque la productividad cae antes que los salarios. Cuando el coste real para la empresa crece más que la PAT, aumenta la participación del trabajo en la renta, lo que equivale a $g_{\text{CLU real}} > 0$.

Determinantes. Por el lado de los salarios, la inflación pasada y esperada, la tensión del mercado laboral, la negociación colectiva, la indexación y el salario mínimo. Por el otro, la productividad (apartado 3.1).

Cálculo.

$$g_{\text{CLU}} \approx g_{\text{CLA}} - g_{\text{PAT}}, \qquad g_{\text{CLU real}} \approx g_{\text{CLU}} - g_{P_Y}, \qquad g_{\text{CLA real}} \approx g_{\text{CLA}} - \pi$$

La PAT debe medirse en términos coherentes con el CLA, ya sea por ocupado o por hora.

Referencias. Umbral del PDM para la variación de los CLU nominales en tres años: +9 % en la zona del euro y +12 % fuera de ella (O; CE, PDM).

Cuidado. El CLU real se calcula con el deflactor del PIB (óptica del productor), no con el IPC. Un CLU real a la baja indica moderación salarial o aumento de márgenes, pero no necesariamente más competitividad exterior, que depende de los CLU relativos frente a los socios.

Excedente bruto de explotación (EBE) y margen empresarial

Qué mide. La remuneración del capital y el margen que obtienen las empresas sobre sus costes laborales.

- *EBE* (incluida la renta mixta; SEC 2010, B.2g/B.3g): lo que queda del PIB a precios de mercado tras pagar la remuneración de asalariados y los impuestos netos de subvenciones sobre la producción y las importaciones.
- *Margen unitario*: relación entre el precio de la producción y el coste laboral por unidad de producto, P_Y/CLU. Es la inversa del CLU real, por lo que sube cuando cae la participación del trabajo en la renta.

Cómo leerlo. El EBE es procíclico y más volátil que el PIB. Márgenes crecientes con inflación alta indican que los beneficios contribuyen a la inflación (apartado 5.1), y márgenes comprimidos anticipan una menor inversión.

Cálculo. EBE = PIB_{pm}−remuneración de asalariados−(impuestos−subvenciones sobre la producción y las im
Para el margen, $g_{\text{margen}} \approx g_{P_Y} - g_{\text{CLU}} = -\,g_{\text{CLU real}}$.

3.5. Relaciones macroeconómicas del mercado de trabajo

Ley de Okun

Qué mide. La relación negativa entre la brecha de producción y la desviación del paro respecto a su nivel de equilibrio, $\tilde{y}_t = -\varphi\,(u_t - \bar{u})$. En diferencias, el paro baja cuando el PIB crece por encima del potencial.

Cómo leerlo. Sirve para contrastar la posición cíclica, ya que un paro por encima de $\bar{u}$ debe coincidir con una brecha negativa. Una sensibilidad baja del paro al PIB indica retención de plantillas o ajuste por horas, y una sensibilidad alta suele asociarse a una elevada temporalidad.

Referencias. Un coeficiente paro/brecha ($1/\varphi$) de 0,3-0,5 es una convención habitual, aunque varía mucho entre países: es alto en España y bajo en Japón (C; véase Ball, Leigh y Loungani, 2013).

Elasticidad empleo-PIB y crecimiento que estabiliza el paro

Qué mide. La elasticidad empleo-PIB, $\eta = g_{N_O}/g_Y$, indica cuánto empleo genera cada punto de crecimiento. La ley de Okun en diferencias, $\Delta u_t = -\beta\,(g_{Y,t} - \bar{g})$, relaciona la variación del paro con el crecimiento, y $\bar{g}$ es la tasa que lo estabiliza ($\Delta u = 0$ si $g_Y = \bar{g}$).

Cómo leerlo. Una elasticidad alta revela un crecimiento intensivo en empleo y poco en productividad. Con alta temporalidad, β también es elevado. Crecer por debajo de $\bar{g}$ eleva el paro aunque el PIB aumente.

Cálculo. Como $g_Y \approx g_{\text{PAT}} + g_{N_O}$ y el paro no varía si $g_{N_O} = g_{N_A}$ (apartado 3.3), se obtiene $\bar{g} \approx g_{\text{PAT}} + g_{N_A}$, es decir, el crecimiento tendencial de la productividad más el de la población activa.

Curva de Phillips

Qué mide. La relación entre la inflación (o el crecimiento salarial) y el paro, $\pi_t = \pi_t^e - \kappa_u\,(u_t - \bar{u})$.

Cómo leerlo. Con el paro por debajo de $\bar{u}$, la inflación y los salarios tienden a acelerarse; si además la brecha es positiva y los CLU suben, hay señales de sobrecalentamiento. Cuando la curva es plana, es decir, cuando la inflación es poco sensible al paro, el paro por sí solo no basta para diagnosticar presiones. Con expectativas ancladas, la inflación se desvía menos y durante menos tiempo del objetivo.

Curva de Beveridge

Qué mide. La relación negativa entre la tasa de vacantes y la tasa de paro.

Cómo leerlo. Los movimientos a lo largo de la curva son cíclicos y sus desplazamientos, estructurales. La curva se desplaza hacia fuera (más paro con las mismas vacantes) cuando empeora el emparejamiento por desajustes de cualificación o geográficos, y hacia el origen cuando mejora. Como en las recuperaciones las vacantes suben antes de que baje el paro, un desplazamiento solo se confirma si persiste.

Tasa natural de paro y NAIRU

Qué mide. Ambos conceptos designan un paro de equilibrio compatible con una inflación estable ($\bar{u}$). No son observables y deben estimarse. El paro cíclico es la diferencia $u - \bar{u}$.

Cómo leerlo. La tasa natural (Friedman, 1968; Phelps, 1967) resulta del equilibrio del mercado de trabajo, dadas sus fricciones e instituciones, y en ella la curva de Phillips de largo plazo es vertical. La tasa de paro que no acelera la inflación (NAIRU) se asocia a los modelos de competencia imperfecta en la fijación de salarios y precios (Layard, Nickell y Jackman, 1991) y admite paro involuntario. En la práctica ambos términos se usan como sinónimos.

Determinantes. Las instituciones laborales (negociación colectiva, prestaciones por desempleo, costes de despido, políticas activas), la eficiencia del emparejamiento, el grado de competencia en los mercados de bienes y, si hay histéresis, el paro pasado.

Cuidado. No conviene oponer de forma tajante la tasa natural, como paro "voluntario", y la NAIRU, como paro "involuntario". Si el cuadro da $\bar{u}$, se usa; si no, se razona a partir de los salarios y la inflación.

Histéresis

Qué mide. La dependencia del paro de equilibrio respecto del paro pasado (Blanchard y Summers, 1986), que hace que las perturbaciones transitorias de demanda tengan efectos persistentes. Actúa por tres canales.

- *Capital humano*: los parados de larga duración pierden cualificación y empleabilidad.
- *Poder de negociación*: los ocupados (*insiders*) fijan salarios sin que los parados (*outsiders*) presionen a la baja.
- *Capacidad productiva*: el cierre de empresas y la menor inversión reducen el capital y la demanda de trabajo futura.

Cómo leerlo. En el cuadro, las señales son un paro de larga duración creciente y una curva de Beveridge desplazada hacia fuera.

3.6. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
g_{PAT} frente a g_{N_O}	Crecimiento intensivo en productividad o en empleo	$g_Y \approx g_{\text{PAT}} + g_{N_O}$
PTF	Motor a largo plazo; procíclica	$g_Y - \alpha g_K - (1-\alpha) g_L$
Estructura sectorial (agric./ind./serv., % PIB)	Peso de construcción y materias primas: vulnerabilidad	Renta alta 1,3 / 21,3 / 69,3; mundo 4,1 / 25,4 / 63,3 (R; Banco Mundial, 2024)
Tasa de empleo	Utilización del trabajo	OCDE 15-64: 70,3 % (R; OCDE, 2026); UE 20-64: 76,1 % (R; Eurostat, 2026)
Tasa de paro	Contrastar con $\bar{u}$ y con la brecha	OCDE 5,0 % (R; OCDE, 2026); UE 6,0 % (R; Eurostat, 2026); 10 % (O; CE, PDM)
Paro juvenil	Problemas de inserción	UE 15,1 % (R; Eurostat, 2026)
Paro de larga duración	Paro estructural e histéresis	UE 1,9 % de los activos (R; Eurostat, 2025)
Tasa de actividad	Participación y demografía	−0,2 pp en 3 años (O; CE, PDM)
CLU nominales	Competitividad en costes; retrasados respecto al ciclo	+9 % ZE / +12 % no ZE en 3 años (O; CE, PDM)
CLU reales	Participación salarial	$g_{\text{CLU}} - g_{P_Y}$
Margen empresarial	Presión de beneficios sobre precios	$g_{P_Y} - g_{\text{CLU}}$
Okun	Coherencia paro-brecha	Coeficiente 0,3-0,5 (C)

4. Sector exterior

El bloque exterior debe establecer si la economía tiene capacidad o necesidad de financiación frente al resto del mundo y por qué: si responde a un desequilibrio entre ahorro e inversión del sector privado o del público. Después hay que ver cómo se financia y con qué riesgo, a partir de la cuenta financiera, las reservas y la posición de inversión internacional, y juzgar si la posición es sostenible y competitiva.

Preguntas guía

- ¿Qué saldo corriente tiene la economía y qué balanzas lo explican (bienes, servicios, rentas)? ¿Es cíclico o estructural?
- ¿Presenta capacidad o necesidad de financiación? ¿Qué sector institucional la origina?
- ¿Cómo se financia el déficit: con flujos estables (IED) o volátiles (cartera, otra inversión a corto plazo)? ¿Se pierden reservas?
- ¿Son suficientes las reservas? ¿Cómo evoluciona la PIIN y por qué (flujos o valoración)?
- ¿Gana o pierde competitividad (TCER, CLU relativos, cuota de mercado)? ¿Cómo evoluciona la relación real de intercambio?
- ¿Es sostenible la posición exterior? ¿Por qué el déficit es persistente?

4.1. Estructura de la balanza de pagos

La balanza de pagos registra las transacciones entre residentes y no residentes durante un periodo (FMI, *Manual de Balanza de Pagos*, 6.ª ed., MBP6). Se divide en tres cuentas (corriente, de capital y financiera), a las que se añade la partida de errores y omisiones que cierra la identidad. En las dos primeras se anotan ingresos y pagos, mientras que en la financiera se registran la **adquisición neta de activos financieros** y la **variación neta de pasivos** (pasivos netos contraídos), ambas con signo positivo cuando aumentan.

Saldo por cuenta corriente

Qué mide. Los flujos de bienes, servicios, renta primaria y renta secundaria con el resto del mundo (MBP6). El saldo de bienes y servicios se aproxima a las exportaciones netas nominales de la contabilidad nacional (apartado 2.3), y conviene separar dentro de él la energía y, cuando tiene peso, el turismo.

Cómo leerlo. El saldo equivale al ahorro nacional menos la inversión nacional y suele ser anticíclico (apartado 2.3). Ante una mejora, hay que distinguir si procede de la debilidad de la demanda interna, que sería un ajuste por contracción, o de un aumento de las exportaciones.

Determinantes. La demanda interna frente a la de los socios, la competitividad, los precios de la energía y las materias primas, la especialización productiva y las rentas asociadas a la PIIN.

Cálculo. Con BC saldo de bienes y servicios, RP saldo de renta primaria y RS saldo de renta

secundaria,

$$\mathrm{SB}_{\mathrm{CC}} = \mathrm{BC} + \mathrm{RP} + \mathrm{RS} = (\mathrm{PIB} - A) + \mathrm{RP} + \mathrm{RS} = \mathrm{RNDB} - A$$

donde A es la absorción (demanda interna) y RNDB la renta nacional disponible bruta.

Rentas primaria y secundaria

Qué mide. Las rentas que no corresponden a bienes y servicios se agrupan en dos balanzas.

- *Renta primaria*: remuneración de asalariados, rentas de la inversión (intereses, dividendos y beneficios reinvertidos) y algunos impuestos y subvenciones sobre la producción (MBP6, cap. 11). Su saldo separa el PIB de la RNB (apartado 1.3).
- *Renta secundaria*: transferencias corrientes sin contrapartida, como las remesas de emigrantes o la ayuda oficial corriente (MBP6, cap. 12).

Cómo leerlo. Una PIIN muy negativa genera un déficit persistente de renta primaria. En las economías de emigración, las remesas pueden financiar buena parte del déficit comercial.

Cuidado. Las transferencias recibidas se anotan según su destino. Las que financian gasto corriente van a la renta secundaria y las que financian inversión, a la cuenta de capital, como ocurre con buena parte de los fondos de la UE. Las subvenciones a la producción pagadas por un organismo internacional (p. ej. las ayudas agrarias de la UE) se registran en la renta primaria.

Cuenta de capital

Qué mide. Las transferencias de capital (donaciones para inversión, condonaciones de deuda) y la adquisición o disposición de activos no financieros no producidos (MBP6, cap. 13). Suele ser pequeña, salvo en los países que reciben fondos estructurales o alivio de deuda.

4.2. Capacidad o necesidad de financiación

Identidades básicas

Qué mide. El préstamo neto (capacidad, +) o endeudamiento neto (necesidad, −) de la nación frente al resto del mundo, que equivale a la suma de las cuentas corriente y de capital.

Cálculo. Por el lado de la balanza de pagos, con EO errores y omisiones,

$$\mathrm{SB}_{\mathrm{CC}} + \mathrm{SB}_{\mathrm{CK}} = \mathrm{SB}_{\mathrm{CF}} - \mathrm{EO}, \qquad \mathrm{SB}_{\mathrm{CF}} = \text{adquisición neta de activos financieros} - \text{variación neta de pasivos}$$

Por el lado de la contabilidad nacional,

$$\mathrm{SB}_{\mathrm{CC}} = S - I = (S_{\mathrm{priv}} - I_{\mathrm{priv}}) + (S_{\mathrm{pub}} - I_{\mathrm{pub}})$$

La capacidad o necesidad de la nación es, además, la suma de las de los sectores institucionales (SEC 2010, B.9), y la de las AA. PP. coincide con el saldo público (apartado 6.2).

Cómo leerlo. Un déficit exterior puede venir de un déficit público ("déficits gemelos") o de un exceso de la inversión privada sobre el ahorro privado, por ejemplo en la construcción. El diagnóstico y la recomendación cambian según cuál sea el origen.

Cuidado. Unos errores y omisiones grandes, persistentes y negativos pueden indicar salidas de capital no registradas.

Relación entre la cuenta corriente y la financiera

Cuando hay capacidad de financiación, la nación ahorra más de lo que invierte y $\mathrm{SB}_{\mathrm{CF}} > 0$, de modo que adquiere activos exteriores netos o amortiza deuda externa (las reservas solo aumentan si interviene el banco central). Cuando hay necesidad, $\mathrm{SB}_{\mathrm{CF}} < 0$ y la economía aumenta sus pasivos netos frente a no residentes o vende activos exteriores, incluidas las reservas.

4.3. Cuenta financiera y patrón de financiación

Componentes de la cuenta financiera

Qué mide. Los flujos financieros con el exterior, que el MBP6 (cap. 6) clasifica en cinco categorías funcionales.

- *Inversión directa (IED)*: participaciones de al menos el 10 % del poder de voto, más la deuda entre empresas del mismo grupo.
- *Inversión de cartera*: acciones y valores de deuda que no son inversión directa ni reservas.
- *Derivados financieros* (distintos de las reservas) y opciones sobre acciones concedidas a empleados.
- *Otra inversión*: préstamos, depósitos, créditos comerciales y otras partidas residuales.
- *Activos de reserva*: activos exteriores líquidos bajo control de la autoridad monetaria.

Cuidado. En una unión monetaria, los saldos del banco central nacional frente al sistema común (TARGET en la zona del euro) se anotan en otra inversión, no en reservas, y pueden sustituir a la financiación privada cuando esta se retira.

Patrón de financiación

Qué mide. La composición de los flujos netos con que se cubre la necesidad de financiación.

Cómo leerlo. La financiación **estable** (IED, préstamos a largo plazo y financiación oficial) es menos propensa a revertir, mientras que la **volátil** (cartera y otra inversión a corto plazo) expone a una parada súbita (*sudden stop*). Los desajustes de moneda y de plazos agravan el riesgo. Las transferencias de capital no son financiación en sentido estricto, sino que reducen la propia necesidad.

Cálculo. Necesidades brutas de financiación exterior = déficit por cuenta corriente + deuda externa que vence en los próximos 12 meses (deuda a corto plazo por vencimiento residual, que incluye las amortizaciones de la deuda a largo plazo).

Reservas internacionales y su adecuación

Qué mide. Los activos exteriores que la autoridad monetaria controla y puede movilizar de inmediato (MBP6, cap. 6). Comprenden el oro monetario, los derechos especiales de giro (DEG), la posición de reserva en el FMI y otros activos en divisas, como depósitos y valores líquidos frente a no residentes.

Cómo leerlo. En un régimen de tipo fijo o de flotación intervenida, las pérdidas de reservas indican presión sobre la moneda.

Referencias. El FMI (2016) recoge varias métricas.

- *Importaciones*: cobertura de tres meses de importaciones futuras (C; FMI, 2016).
- *Deuda externa a corto plazo* (regla de Guidotti-Greenspan): reservas de al menos el 100 % de la deuda a corto plazo por vencimiento residual, el criterio más usado en emergentes (C; FMI, 2016).
- *Dinero amplio*: reservas en torno al 20 % de M2, que el FMI considera el extremo superior del rango prudente y no un mínimo (C; FMI, 2016).
- *Métrica ARA del FMI* para emergentes: reservas entre el 100 % y el 150 % de la métrica compuesta se consideran "en general adecuadas" (O; FMI, 2016).

4.4. Posición de inversión internacional

PII y PIIN

Qué mide. La posición de inversión internacional (PII) es el saldo, en una fecha, de los activos financieros de los residentes frente a no residentes (más el oro en lingotes de reserva) y de sus pasivos frente a no residentes. La PII neta (PIIN) es la diferencia entre ambos (MBP6, cap. 7). La deuda externa bruta es un concepto distinto, porque excluye las participaciones en capital y los derivados.

Cómo leerlo. Una PIIN negativa indica que el país es deudor neto. Importan tanto el nivel como la composición, ya que una PIIN negativa concentrada en IED es menos arriesgada que una formada por deuda.

Cálculo.

$$\Delta \text{PIIN}_t = \text{SB}_{\text{CF},t} + \text{OV}_t$$

donde OV son otras variaciones, que recogen los cambios de volumen (reclasificaciones, cancelaciones unilaterales) y las revalorizaciones por tipo de cambio y por otros precios (MBP6, cap. 9).

Referencias. PIIN inferior a -35 % del PIB (O; CE, PDM).

Cuidado. La PIIN puede empeorar con superávit corriente si hay pérdidas de valoración, y mejorar con déficit si hay ganancias. Una depreciación mejora la PIIN cuando los activos están en divisas y los pasivos en moneda nacional, y la empeora en el caso contrario.

4.5. Competitividad y relación real de intercambio

Tipo de cambio efectivo real (TCER)

Qué mide. El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN, media de los tipos de cambio bilaterales ponderada por el comercio) corregido por los precios o costes relativos frente a los socios, expresados en una moneda común. Los deflactores habituales son el IPC, el deflactor del PIB o de las exportaciones y los CLU.

Cálculo. Con el convenio del BCE, Eurostat y el FMI, en el que el TCEN mide el valor exterior de la moneda nacional, en logaritmos

$$\text{tcer} = \text{tcen} + p - p^*$$

con p y p^* precios o costes internos y de los socios. **Una subida es una apreciación real, es decir, una pérdida de competitividad precio.** El tipo de cambio real bilateral $e = EP^*/P$, con E en unidades de moneda nacional por unidad extranjera, sigue el convenio inverso y una subida es una depreciación real.

Cómo leerlo. Hay que separar la parte nominal de la de precios o costes. Frente a los socios de una unión monetaria solo opera la segunda, que se mide con los CLU relativos (apartado 3.4), mientras que frente a terceros países cuenta también el tipo de cambio de la moneda común. Una apreciación real persistente anticipa, con retraso, menos exportaciones y más importaciones, salvo que la compense la competitividad no precio, algo que se contrasta con la cuota de mercado.

Referencias. Cuadro de indicadores del PDM, variaciones en tres años (O; CE, PDM).

- *TCER*: ±3 % en la zona del euro y ±10 % fuera de ella.
- *CLU nominales*: +9 % en la zona del euro y +12 % fuera de ella.
- *Resultados exportadores* frente a las economías avanzadas: −3 %.

Cuidado. "TCER = E − P" es incorrecto porque omite los precios de los socios. Conviene declarar siempre el convenio de signo.

Condición de Marshall-Lerner y curva J

Qué mide. Si una depreciación real mejora el saldo comercial. Partiendo de un saldo equilibrado, lo mejora si $|\varepsilon_X| + |\varepsilon_M| > 1$, con ε_X y ε_M las elasticidades precio de las exportaciones y las importaciones.

Cómo leerlo. A corto plazo los volúmenes reaccionan poco y domina el encarecimiento de las importaciones, por lo que el saldo empeora antes de mejorar (curva J). Si el traspaso del tipo de cambio a los precios internos es alto, la inflación erosiona la depreciación nominal y la depreciación real es menor o nula. La hipótesis se contrasta con la evolución conjunta del TCER, los volúmenes exportados e importados y el saldo.

Cuidado. Importa la depreciación real, no la nominal. Con un déficit inicial, la condición es más exigente.

Relación real de intercambio (RRI)

Qué mide. El cociente RRI $= P_X/P_M$, con P_X y P_M deflactores (o índices de valor unitario) de las exportaciones y las importaciones, de modo que $g_{\text{RRI}} \approx g_{P_X} - g_{P_M}$.

Cómo leerlo. Una mejora eleva la renta real por encima del PIB real, porque con el mismo volumen exportado se pagan más importaciones. Pesa más en los exportadores de materias primas y en los importadores de energía. No mide la competitividad, ya que una subida de P_X puede mejorar la RRI y a la vez restar competitividad precio.

Enfermedad holandesa y efecto Balassa-Samuelson

Qué mide. Dos causas de apreciación real que responden a fundamentos y no a un desajuste de costes.

- *Enfermedad holandesa*: un auge de las materias primas aprecia la moneda o encarece los bienes no comerciables y desplaza a la industria.
- *Efecto Balassa-Samuelson*: en las economías en convergencia la productividad crece más en los sectores comerciables, los salarios suben en toda la economía y encarecen los no comerciables, lo que aprecia el TCER basado en el IPC.

Cómo leerlo. La apreciación del TCER no supone por sí sola una pérdida de competitividad en sentido estricto y debe contrastarse con los CLU relativos de las manufacturas y con la cuota de mercado. En la enfermedad holandesa, el riesgo es la desindustrialización y la exposición a una caída del precio de la materia prima.

4.6. Sostenibilidad exterior

Déficit persistente y sostenibilidad

Qué mide. Si la trayectoria del saldo corriente permite estabilizar la PIIN en un nivel financiable sin un ajuste brusco.

Determinantes. Un déficit persistente suele tener tres causas.

- *Ahorro e inversión privados*: ahorro bajo o auge de la inversión impulsado por el crédito.
- *Sector público*: déficit estructural.
- *Competitividad*: CLU que crecen por encima de los de los socios o apreciación real.
- *Especialización*: bienes de baja calidad o elevada elasticidad renta de las importaciones.
- *Energía*: dependencia energética y deterioro de la RRI.
- *Rentas*: déficit de renta primaria heredado de una PIIN negativa.

Cómo leerlo. Un déficit ligado a la convergencia y financiado con IED productiva es más benigno que uno financiado con deuda a corto plazo que alimenta el consumo o la vivienda.

Cálculo. Con n la ratio PIIN/PIB y γ el crecimiento del PIB nominal (en tanto por uno), y sin otras variaciones,

$$n_t \approx \frac{n_{t-1}}{1+\gamma} + \frac{\text{SB}_{\text{CC},t} + \text{SB}_{\text{CK},t}}{\text{PIB}_t}$$

El saldo que estabiliza n es $\gamma\, n/(1+\gamma)$. Por ejemplo, con $n = -0{,}35$ y $\gamma = 0{,}03$, la PIIN se estabiliza con una necesidad de financiación de algo más del 1 % del PIB.

Referencias. Dos umbrales, uno oficial y otro de convención.

- *Umbral del PDM*: saldo por cuenta corriente, en media móvil de tres años, entre −4 % y +6 % del PIB (O; CE, PDM).
- *Déficit corriente "de riesgo"*: superior al 4 % del PIB, aproximadamente (C; anclada en el PDM).

Programa del FMI

Qué mide. La financiación condicionada que el FMI concede a un país con problemas de balanza de pagos. Cubre parte de la **brecha de financiación**, que es la porción de las necesidades brutas de financiación exterior (apartado 4.3) que no cubren los flujos privados, la refinanciación ni otros acreedores oficiales.

Cómo leerlo. La condicionalidad suele combinar consolidación fiscal, reformas estructurales, ajuste cambiario (depreciación o más flexibilidad) y un objetivo de recomposición de reservas. Los efectos esperables son varios.

- *Saldo público*: mejora, aunque atenuada a corto plazo por la recesión y los estabilizadores (apartado 6.2).
- *Saldo corriente*: el déficit se reduce por la menor absorción y la depreciación real, con posible curva J (apartado 4.5).
- *Reservas y financiación*: las reservas se recuperan y, si el programa es creíble, vuelve la financiación privada.
- *Actividad*: el crecimiento suele caer a corto plazo.

4.7. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
Saldo por cuenta corriente	$S - I$. Separar la parte cíclica de la estructural y el sector que lo origina	-4 % / $+6$ % PIB, media de 3 años (O; CE, PDM)
Capacidad o necesidad de financiación	$\mathrm{SB_{CC}} + \mathrm{SB_{CK}} = \mathrm{SB_{CF}} - \mathrm{EO}$	Sin umbral
Patrón de financiación	Estable (IED) frente a volátil (cartera, corto plazo)	Sin umbral
Reservas / importaciones	Colchón de liquidez exterior	3 meses (C; FMI, 2016)
Reservas / deuda externa a corto plazo	Riesgo de refinanciación	$\geq$ 100 % (C; FMI, 2016)
Métrica ARA del FMI	Adecuación global en emergentes	100-150 % (O; FMI, 2016)
PIIN	*Stock* deudor o acreedor. Variación = flujos + valoración	-35 % PIB (O; CE, PDM)
TCER (subida = apreciación)	Competitividad precio o coste	± 3 % ZE / ± 10 % no ZE en 3 años (O; CE, PDM)
CLU nominales	Competitividad coste	$+9$ % ZE / $+12$ % no ZE en 3 años (O; CE, PDM)
Resultados exportadores	Cuota frente a economías avanzadas	-3 % en 3 años (O; CE, PDM)
RRI	Mejora: ganancia de renta real	Sin umbral

5. Política monetaria, inflación y sector financiero

Esta parte establece si la inflación está anclada y de dónde viene la presión, si el tono de la política monetaria se ajusta a la posición cíclica y con qué eficacia se transmite, y si el sistema financiero es solvente y líquido o acumula riesgos.

Preguntas guía

- ¿Convergen la inflación general y la subyacente al objetivo? ¿Es persistente o hay efectos base?
- ¿Es inflación de demanda, de costes o importada? ¿Qué papel tienen la energía, el tipo de cambio y los márgenes?
- ¿El tipo real está por encima o por debajo del neutral? ¿El tono es adecuado al ciclo?
- ¿Qué señalan la curva de tipos, los agregados monetarios y el crédito?
- ¿Por qué canales se transmite la política y qué la limita (régimen cambiario, dominancia fiscal, límite inferior de los tipos)?
- ¿Son adecuadas la solvencia, la liquidez, la calidad de los activos y la rentabilidad de la banca? ¿Hay excesos de crédito o de precios de la vivienda?

5.1. Inflación y precios

Inflación general y subyacente

Qué mide. La variación de los precios de consumo, que se sigue con dos medidas.

- *Inflación general* (π): tasa de variación del índice de precios completo.
- *Inflación subyacente*: excluye los componentes más volátiles, normalmente la energía y los alimentos (o solo los no elaborados, según el país).

Cómo leerlo. La subyacente aproxima la tendencia y la presión de la demanda. Si la general baja y la subyacente no, la inflación es persistente, casi siempre por los servicios y los salarios. Una perturbación de oferta puede elevar la inflación mientras el PIB se frena (estanflación).

Determinantes. Brecha de producción, expectativas, CLU y márgenes, precios de la energía y las materias primas, tipo de cambio, dinero y crédito a medio plazo e indexación.

Referencias. Los principales bancos centrales fijan un objetivo del 2 %, aunque con índices y horizontes distintos (O).

- *BCE*: 2 % simétrico a medio plazo en el IAPC general (BCE, 2025).
- *Reserva Federal*: 2 % a largo plazo en el deflactor del gasto en consumo personal, PCE (Reserva Federal).
- *Banco de Inglaterra*: 2 % en el IPC, fijado por el Gobierno. Si la inflación se desvía más de 1 pp, el gobernador debe explicarlo en una carta abierta (Banco de Inglaterra).

- *Banco de Japón*: 2 % en el IPC desde 2013 (Banco de Japón, 2013).

Como orientación, el FMI registra estas tasas medias de inflación (R; FMI, 2026).

- *Economías avanzadas*: 1,5 % en 2008-2017, 7,3 % en 2022 y 2,5 % en 2025.
- *Economías emergentes y en desarrollo*: 5,7 %, 9,7 % y 5,2 % en esos mismos periodos.

En una economía avanzada suele considerarse elevada una inflación superior al 3 % (C), el umbral de la carta abierta del Banco de Inglaterra. En el otro extremo, Cagan (1956) fecha el inicio de una hiperinflación en el mes en que la inflación **mensual** supera el 50 % (C). Fischer, Sahay y Végh (2002) reservan el calificativo de "muy alta" para una inflación a 12 meses superior al 100 % (C).

Cuidado. Una inflación de dos dígitos es alta, no hiperinflación.

Efecto base y persistencia

Qué mide. La parte del cambio de la tasa interanual que se debe al mes que sale de la comparación (el de hace doce meses) y no al mes actual.

Cálculo. $\pi_t = P_t/P_{t-12} - 1 \approx \sum_{j=0}^{11} m_{t-j}$, con m la tasa mensual; por tanto, $\Delta\pi_t \approx m_t - m_{t-12}$.

Cómo leerlo. Si hace un año hubo una subida fuerte (p. ej. de la energía), la tasa interanual cae aunque los precios no bajen. Con datos anuales conviene distinguir la media anual de la tasa de diciembre sobre diciembre. La persistencia se juzga con la subyacente, los servicios, los salarios y las expectativas.

IPC y deflactor del PIB

Qué mide. Son dos índices de precios con cobertura y fórmula distintas.

- *IPC*: precio de una cesta fija de consumo de los hogares. Es un índice de Laspeyres, con ponderaciones de un periodo base que se actualizan periódicamente.
- *Deflactor del PIB* (P_Y = PIB nominal / PIB real): precio de la producción final interior. Es un índice de Paasche (SEC 2010).

Cómo leerlo. Las dos tasas difieren por tres razones.

- *Cobertura*: el IPC incluye las importaciones de consumo y excluye las exportaciones, la inversión y el consumo público, mientras que el deflactor incluye estos tres componentes y excluye las importaciones. Ambos recogen el consumo de producción interior.
- *Energía y relación real de intercambio*: un encarecimiento de la energía importada sube el IPC y apenas afecta al deflactor, que incluso puede frenarse si el mayor coste de los insumos importados reduce el valor añadido interno.
- *Ponderaciones*: el índice de Laspeyres tiende a sobrestimar la inflación por el sesgo de sustitución, y el de Paasche, a subestimarla.

Por eso, cuando $g_{\text{IPC}} > g_{P_Y}$, la presión suele venir de fuera y no de la demanda interna.

Inflación importada

Cálculo. $g_{P_M} \approx g_{P_M^*} + g_E$, con P_M el deflactor de las importaciones, P_M^* su precio en moneda extranjera y E las unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera. Una depreciación ($g_E > 0$) encarece las importaciones, aunque la traslación a los precios es incompleta y gradual.

Cómo leerlo. Si $g_{P_M} > g_{P_Y}$, hay presión de precios de origen exterior. La relación real de intercambio empeora cuando los precios de importación crecen más que los de exportación, $g_{P_M} > g_{P_X}$ (apartado 4.5).

Márgenes e inflación

Cálculo. Por la óptica de las rentas, $g_{P_Y} \approx s_W\, g_{\mathrm{CLU}} + s_\Pi\, g_{\mathrm{EBE}/Y} + s_T\, g_{T/Y}$, donde s_W, s_Π y s_T son las participaciones en el PIB nominal de la remuneración de asalariados, del EBE y de los impuestos netos sobre la producción y las importaciones. EBE/Y y T/Y se miden por unidad de producto real (definiciones en el apartado 3.4).

Cómo leerlo. Si el deflactor crece más que los CLU, los márgenes se amplían, algo típico al inicio de una perturbación inflacionista. Si después los salarios intentan recuperar el poder adquisitivo perdido, aparecen efectos de segunda ronda.

5.2. Tipos de interés y agregados monetarios

Tipos oficiales e interbancario

Qué mide. El banco central fija sus tipos oficiales y, a través de ellos, guía los de mercado. En la terminología del BCE se distinguen los siguientes.

- *Tipo de las operaciones principales de financiación*: el que cobra por inyectar liquidez a la banca contra garantías.
- *Facilidad de depósito*: remunera el exceso de reservas y actúa como suelo del pasillo.
- *Facilidad marginal de crédito*: financiación a un día a iniciativa de las entidades, que actúa como techo.
- *Tipo interbancario a un día* (p. ej. el €STR): no lo fija el banco central, sino el mercado, dentro del pasillo.

Cómo leerlo. Con reservas abundantes, el interbancario se sitúa junto al tipo de depósito, que pasa a ser el tipo relevante. Los diferenciales de crédito y de deuda soberana miden las tensiones financieras y el riesgo país.

Tipo de interés real

Cálculo. Ex post, $r = i - \pi$; ex ante, $r^e = i - \pi^e$, que es el que guía las decisiones. La forma exacta es $1 + r = (1 + i)/(1 + \pi)$.

Cómo leerlo. Un tipo real negativo indica condiciones monetarias holgadas. Si la inflación cae más deprisa que i, el tipo real sube y la política se endurece de forma pasiva. El tono se juzga comparando r con el tipo neutral (apartado 5.3).

Estructura temporal de los tipos de interés (ETTI)

Qué mide. La rentabilidad al vencimiento de los bonos cupón cero sin riesgo de crédito (en la práctica, deuda pública solvente) según su plazo.

Cálculo. $i_{n,t} \approx \frac{1}{n}\sum_{j=0}^{n-1} \mathbb{E}_t[i_{1,t+j}] + \rho_{n,t}$, con $\rho_{n,t}$ la prima por plazo.

Cómo leerlo. La pendiente recoge los tipos a corto plazo esperados más la prima por plazo, no unas "expectativas optimistas o pesimistas". Lo normal es que sea positiva. Una curva invertida anticipa recortes de tipos y ha funcionado como indicador adelantado de recesión. Las compras de deuda del banco central la aplanan porque reducen la prima.

Agregados monetarios

Qué mide. La cantidad de dinero en sentido cada vez más amplio, con las definiciones del BCE.

- *Base monetaria* (H): efectivo en circulación más reservas de las entidades en el banco central.
- *M1*: efectivo más depósitos a la vista.
- *M2*: M1 más depósitos a plazo hasta dos años y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- *M3*: M2 más cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años.

Cómo leerlo. M1 suele anticipar la actividad, mientras que M3 y el crédito al sector privado informan sobre la inflación a medio plazo y los excesos financieros. Con expansión cuantitativa, la base crece mucho más que M3 porque cae el multiplicador.

Cálculo. La velocidad de circulación es $V = P_Y Y/M$, de modo que $g_V \approx g_Y + g_{P_Y} - g_M$. Si la velocidad es inestable, los agregados pierden valor como guía.

5.3. Tono, transmisión y eficacia de la política monetaria

Tono de la política monetaria

Cálculo. Se compara r con el tipo neutral $\bar{r}_t$ (véase la ficha siguiente), y el tipo oficial con el que daría una regla de Taylor, que sirve de referencia y no de prescripción:

$$i_t = \bar{i}_t + \alpha_\pi \tilde{\pi}_t + \alpha_y \tilde{y}_t, \qquad \bar{i}_t = \bar{r}_t + \pi^T, \qquad \tilde{\pi}_t = \pi_t - \pi^T.$$

El principio de Taylor exige que i suba más que proporcionalmente a la inflación, lo que en esta formulación equivale a $\alpha_\pi > 1$. La versión original (Taylor, 1993) es $i = \bar{r} + \pi + 0{,}5\,\tilde{\pi} + 0{,}5\,\tilde{y}$, que corresponde a $\alpha_\pi = 1{,}5$ y $\alpha_y = 0{,}5$.

Cómo leerlo. Con $r < \bar{r}_t$ la política es expansiva, y con $r > \bar{r}_t$, contractiva. Cuenta el nivel y no el último movimiento, de modo que un recorte que deja los tipos por encima del neutral mantiene el tono contractivo. Como $\bar{r}_t$ no es observable, el diagnóstico se completa con el balance del banco central y las condiciones financieras.

Medidas no convencionales. Cuando los tipos se acercan a su límite inferior, los bancos centrales recurren a otros instrumentos.

- *Compras de activos* (expansión cuantitativa): reducen la prima por plazo y los tipos a largo.

- *Orientación prospectiva* (*forward guidance*): actúa sobre las expectativas de tipos a corto.
- *Financiación a largo plazo a la banca*: sostiene la oferta de crédito.
- *Tipos negativos*: llevan el tipo de depósito por debajo de cero.
- *Control de la curva de rendimientos*: fija un objetivo para el tipo de un plazo largo.

Tipo de interés neutral

Qué mide. El tipo real $\bar{r}_t$ compatible con una producción en su nivel potencial y una inflación estable en el objetivo, es decir, el que ni estimula ni frena la economía (tipo natural de Wicksell).

Cómo leerlo. No es observable y se estima con modelos, con gran incertidumbre. En el dictamen puede aproximarse de forma tosca por el crecimiento potencial (apartado 1.2) o por la tendencia de los tipos reales a medio plazo. Depende del equilibrio entre el ahorro y la inversión deseados, por lo que tiende a bajar con el envejecimiento, con un menor crecimiento de la productividad y con una mayor demanda de activos seguros.

Cuidado. Es la referencia para juzgar el tono, no un dato del cuadro. Basta con razonar si r está claramente por encima o por debajo.

Canales de transmisión

Cómo leerlo. La política monetaria llega a la demanda y a los precios por cinco canales.

- *Tipos de interés*: alteran el coste de uso del capital y la sustitución intertemporal del consumo.
- *Crédito*: afecta a la oferta de préstamos bancarios y, vía el valor del colateral, a la prima de financiación externa (canal del balance).
- *Precios de los activos*: actúan a través de la q de Tobin y del efecto riqueza.
- *Tipo de cambio*: mueve las exportaciones netas y los precios de importación.
- *Expectativas y toma de riesgos*: la credibilidad ancla las expectativas de inflación, y los tipos bajos incentivan la búsqueda de rentabilidad.

Eficacia y régimen cambiario

Cómo leerlo. Con libre movilidad de capitales, el trilema impide combinar un tipo de cambio fijo con una política monetaria autónoma. Con flotación, el canal cambiario refuerza la política (Mundell-Fleming), mientras que con tipo fijo esta queda subordinada a la paridad. Aun con flotación, el ciclo financiero global limita la autonomía, según el "dilema" de Rey. La eficacia también disminuye con dominancia fiscal, tipos cerca del límite inferior, baja credibilidad, dolarización y sistemas financieros poco profundos.

Dominancia fiscal y monetización

Qué mide. La situación en que la política monetaria queda subordinada a las necesidades de financiación del sector público. El banco central evita subir los tipos para no comprometer la solvencia del Tesoro, o directamente financia el déficit (monetización), y el control de la inflación pasa a depender de la política fiscal (Sargent y Wallace, 1981).

Cómo leerlo. Resta eficacia y credibilidad a la política monetaria, y la solución es fiscal (apartado 7.2). En el cuadro la delatan varias señales:

- Financiación directa del Tesoro por el banco central.
- Una base monetaria que crece al ritmo del déficit.
- Inflación alta con un tipo real muy negativo.
- Deuda pública elevada y concentrada en el corto plazo (apartado 6.3).

Cuidado. En la UE, el Tratado prohíbe la financiación monetaria del sector público (TFUE, art. 123).

5.4. Sector bancario y financiero

Solvencia

Cálculo. Basilea III exige tres ratios mínimas sobre los activos ponderados por riesgo (APR).

- *Capital ordinario de nivel 1*: CET1/APR $\geq$ 4,5 %.
- *Capital de nivel 1*: Tier 1/APR $\geq$ 6 %, de los que como máximo 1,5 pp pueden ser capital adicional de nivel 1.
- *Capital total*: (Tier 1 + Tier 2)/APR $\geq$ 8 %, de los que como máximo 2 pp pueden ser Tier 2.

Referencias. A esos mínimos (O; BCBS, 2010) se añaden colchones y otros límites.

- *Colchón de conservación*: 2,5 % de los APR en CET1, con lo que el CET1 exigible llega al 7 % (O; BCBS, 2010).
- *Colchón anticíclico*: entre el 0 y el 2,5 % de los APR, también en CET1 (O; BCBS, 2010).
- *Suelo de resultados* (*output floor*): los APR calculados con modelos internos no pueden bajar del 72,5 % de los obtenidos con los métodos estándar (O; BCBS, 2017).

Como referencia empírica, el CET1 medio de la banca de la UE es del 16,2 % (R; EBA, 2026).

Cuidado. Los colchones se calculan sobre los APR, no sobre las acciones ordinarias.

Apalancamiento y liquidez

Cálculo. Tres ratios complementan las de solvencia.

- *Ratio de apalancamiento*: Tier 1/exposición total $\geq$ 3 %, con la exposición sin ponderar e incluidas las partidas fuera de balance. Los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) tienen un colchón adicional del 50 % de su colchón sistémico (O; BCBS, 2017).
- *Ratio de cobertura de liquidez (LCR)*: activos líquidos de alta calidad / salidas netas de caja en 30 días de estrés $\geq$ 100 % (O; BCBS, 2013).
- *Ratio de financiación estable neta (NSFR)*: financiación estable disponible / financiación estable requerida $\geq$ 100 % (O; BCBS, 2014).

Cómo leerlo. La ratio de apalancamiento es una red de seguridad frente a los errores de ponderación y de los modelos internos. La LCR mide la resistencia a una crisis de liquidez a corto plazo, y la NSFR, el desajuste estructural de plazos.

Morosidad, rentabilidad y financiación

Cálculo. Se usan cuatro ratios habituales.

- *Dudosos* (NPL): préstamos dudosos / préstamos totales, que se lee junto con su cobertura por provisiones.
- *ROA*: beneficio neto / activo medio.
- *ROE*: beneficio neto / fondos propios medios, con ROE = ROA · (activo/fondos propios).
- *Crédito/depósitos*: préstamos / depósitos de la clientela.

Cómo leerlo. La morosidad va retrasada respecto al ciclo. Un ROE alto con un ROA bajo refleja apalancamiento, no eficiencia. Los tipos muy bajos comprimen el margen de intereses. Una ratio crédito/depósitos superior a 1 indica dependencia de la financiación mayorista.

Referencias. En la UE y el EEE, los dudosos suponían el 1,8 % en marzo de 2026 (R; EBA, 2026). Se consideran elevados si están muy por encima del 2 % (C).

Brecha crédito-PIB y precios de la vivienda

Qué mide. La brecha crédito-PIB es la desviación de la ratio crédito privado/PIB respecto a su tendencia de largo plazo. La vivienda se analiza con sus precios nominales y reales y con las ratios precio/renta y precio/alquiler.

Cómo leerlo. Si el crédito y los precios de la vivienda crecen bastante más que el PIB nominal, el ciclo financiero es expansivo y aumenta el riesgo de una corrección. Si además la brecha de producción es positiva y hay presión sobre precios y salarios, cabe hablar de sobrecalentamiento (apartado 1.2).

Referencias. Hay dos referencias oficiales.

- *Guía del colchón anticíclico*: se activa con una brecha crédito-PIB superior a 2 pp y alcanza el 2,5 % con 10 pp (O; BCBS, 2010).
- *Vivienda en el PDM de la UE*: +9 % nominal en un año en el cuadro de indicadores vigente, frente a +6 % deflactado en el anterior (O; CE, PDM).

5.5. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
Inflación general	Frente al objetivo; energía, efectos base	2 % (O; BCE, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco de Japón); > ~3 % elevada en economías avanzadas (C)
Inflación subyacente	Tendencia y persistencia	El mismo objetivo como guía
IPC frente a deflactor	Diferencia: importaciones, energía, ponderaciones	Sin umbral
Deflactor de importaciones	Inflación importada: $g_{P_M^*} + g_E$	Sin umbral
Hiperinflación	Episodio extremo	> 50 % mensual (C; Cagan, 1956); "muy alta" > 100 % anual (C; Fischer, Sahay y Végh, 2002)
Tipo real $r = i - \pi$	Frente a $\bar{r}_t$: tono	Regla de Taylor como referencia
Pendiente de la ETTI	Tipos esperados más prima; invertida, anticipa recesión	Sin umbral
M1, M3, crédito	M1 anticipa la actividad; M3 y el crédito, la inflación a medio plazo	Sin umbral
CET1 / Tier 1 / total	Solvencia	4,5 / 6 / 8 % de los APR, más 2,5 % de conservación; anticíclico 0-2,5 % (O; BCBS, 2010)
Apalancamiento, LCR, NSFR	Solvencia sin ponderar y liquidez	≥ 3 %, ≥ 100 % y ≥ 100 % (O; BCBS, 2013-2017)
Dudosos (NPL)	Calidad de los activos; retrasado	UE 1,8 % (R; EBA, 2026)
Brecha crédito-PIB, vivienda	Ciclo financiero	Brecha > 2 pp activa el colchón, máximo con 10 pp (O; BCBS, 2010); vivienda +9 % nominal (O; CE, PDM)

6. Política fiscal y sostenibilidad de la deuda

Este bloque establece qué parte del saldo público es cíclica y qué parte discrecional, si la orientación fiscal ha sido adecuada al ciclo y coherente con la política monetaria (*policy mix*) y si la deuda es sostenible.

Preguntas guía

- ¿Cómo han evolucionado el gasto y los ingresos, y su composición?
- ¿Qué parte del déficit es cíclica y qué parte estructural?
- ¿Ha sido la política fiscal expansiva o contractiva? ¿Procíclica o contracíclica? ¿Es coherente con la política monetaria?
- ¿Por qué ha variado la deuda: saldo primario, diferencial $r - g$ o ajuste stock-flujo?
- ¿Es sostenible la deuda? ¿Qué riesgos presenta su composición (plazo, moneda, tenedores)?
- En la UE: ¿cumple las reglas fiscales (valores de referencia y marco de 2024)?

6.1. Gasto e ingresos públicos

Gasto público

Qué mide. El gasto de las administraciones públicas (AA. PP., sector S.13 del SEC 2010, que no incluye las sociedades públicas de mercado). Se divide en dos grandes bloques.

- *Gasto corriente*: remuneración de asalariados, consumos intermedios, intereses, prestaciones sociales, subvenciones y otras transferencias corrientes.
- *Gasto de capital*: formación bruta de capital, sobre todo la inversión pública (FBCF), y transferencias de capital.

Cómo leerlo. En % del PIB sube en las recesiones, tanto por las prestaciones por desempleo como por la caída del denominador. Conviene separar los intereses y vigilar si el ajuste recae sobre la inversión pública, que es fácil de recortar pero costosa para el crecimiento potencial.

Referencias. En 2025 el gasto total fue del 49,5 % del PIB en la UE y del 49,8 % en la zona del euro (R; Eurostat, 2026). Para la inversión pública, véase el apartado 2.2.

Ingresos públicos

Qué mide. Los recursos de las AA. PP., que se agrupan en cuatro categorías.

- *Impuestos directos*: sobre la renta de las personas, sobre sociedades y sobre el patrimonio.
- *Impuestos indirectos*: IVA, impuestos especiales y aranceles.
- *Cotizaciones sociales*: a cargo de empleadores y trabajadores.
- *Otros ingresos*: rentas de la propiedad, ventas de bienes y servicios y transferencias recibidas.

La **presión fiscal** suma impuestos y cotizaciones sociales, en % del PIB.

Cómo leerlo. Los ingresos son procíclicos, y tanto más cuanto más progresivo es el sistema. Si la presión fiscal cae sin cambios normativos, la causa suele ser cíclica o de composición, por ejemplo un crecimiento apoyado en exportaciones, que están poco gravadas. En los países en desarrollo, las bases estrechas y la dependencia de los aranceles o de las materias primas hacen que la recaudación sea más volátil.

Referencias. Tres órdenes de magnitud sirven de contraste.

- *Ingresos totales*: en 2025, el 46,4 % del PIB en la UE y el 46,9 % en la zona del euro (R; Eurostat, 2026).
- *Presión fiscal*: media de la OCDE del 34,1 % del PIB en 2024, entre el 21,7 % de Irlanda y el 45,2 % de Dinamarca (R; OCDE, 2025).
- *Estructura en la OCDE*: en 2023, los impuestos sobre bienes y servicios aportaron el 31,2 % de la recaudación, las cotizaciones el 25,5 %, la renta personal el 23,7 % y sociedades el 11,9 % (R; OCDE, 2025).

6.2. Saldo público

Saldo público total

Qué mide. La capacidad (+) o necesidad (−) de financiación de las AA. PP. (SEC 2010, B.9), es decir, los ingresos menos los gastos. Un saldo negativo es un déficit, que se expresa como $d = -\text{saldo/PIB}$. Es el componente público de la capacidad o necesidad de financiación de la nación (apartado 4.2).

Cómo leerlo. Mezcla el efecto del ciclo, las decisiones discrecionales y las medidas temporales, de modo que por sí solo no permite juzgar la política fiscal.

Referencias. El FMI da los siguientes saldos para 2025, frente a un −5,0 % del PIB en el conjunto del mundo (R; FMI, 2026).

- *Economías avanzadas*: −4,4 % del PIB.
- *Emergentes de renta media*: −6,1 % del PIB.
- *Países de renta baja*: −2,8 % del PIB.

En la UE, el déficit no debe superar el 3 % del PIB (O; TFUE, Protocolo 12).

Saldo primario

Qué mide. El saldo total sin los intereses, $sp = -d + \text{int}$, donde int son los intereses en % del PIB.

Cómo leerlo. Determina, con $r - g$, la dinámica de la deuda. Cuando un déficit total convive con un superávit primario, el problema es la carga de intereses heredada.

Saldo cíclico y saldo ajustado del ciclo

Qué mide. El **componente cíclico** es la parte del saldo que se debe a la brecha de producción, y el **saldo ajustado del ciclo** es el saldo total una vez descontado ese componente.

Cálculo.

$$sc = \varepsilon\, \tilde{y}, \qquad \text{saldo ajustado del ciclo} = -d - \varepsilon\, \tilde{y},$$

con ε la semielasticidad del saldo (en % del PIB) respecto a la brecha $\tilde{y}$. El componente cíclico recoge los **estabilizadores automáticos**, como los impuestos progresivos y las prestaciones por desempleo, que son mayores cuanto mayor es el sector público y más progresivo el sistema tributario.

Referencias. La semielasticidad media en la UE es $\varepsilon \approx 0{,}5$, con valores que van de 0,29 en Bulgaria a 0,63 en Francia (R; Mourre y Poissonnier, 2019).

Cuidado. La brecha no es observable y se revisa mucho (apartado 1.2). Si el cuadro no la da, puede aproximarse comparando el crecimiento con el potencial, siempre que se advierta.

Saldo estructural

Qué mide. El saldo ajustado del ciclo y neto de **medidas temporales** o no recurrentes, como las ayudas a la banca, los ingresos extraordinarios o los gastos por catástrofes.

Cálculo. $se = -d - \varepsilon\, \tilde{y} - m$, con m el efecto neto de las medidas temporales sobre el saldo. El **saldo estructural primario** es $sep = se + \text{int}$.

Cómo leerlo. Aproxima la posición discrecional y permanente de las cuentas públicas. Un déficit estructural, por definición, no se corrige con el crecimiento.

Referencias. La salvaguardia de resiliencia del déficit de la UE fija un margen común de déficit estructural del 1,5 % del PIB. Mientras se supere, el saldo estructural primario debe mejorar 0,4 pp al año con un periodo de ajuste de cuatro años o 0,25 pp con uno de siete años (O; Reglamento (UE) 2024/1263, art. 8).

Orientación (tono) de la política fiscal

Qué mide. La variación del saldo estructural primario, Δsep, que se denomina **esfuerzo fiscal**. Su opuesto, $-\Delta sep$, es el **impulso fiscal**.

Cómo leerlo. Si $\Delta sep > 0$ la política es **contractiva**, si $\Delta sep < 0$ es **expansiva** y, si la variación es próxima a cero, **neutral**. Un tono expansivo con brecha positiva, o contractivo con brecha negativa, es **procíclico**, y el caso contrario es **contracíclico**. En tiempos normales se suele recomendar un tono neutral que deje actuar a los estabilizadores, salvo que el nivel de deuda o las reglas fiscales obliguen a consolidar. Ante perturbaciones graves se justifica un impulso contracíclico, sobre todo si la política monetaria está limitada.

Cuidado. El tono no se deduce del saldo total, porque un déficit que crece en recesión puede ser solo cíclico.

6.3. Deuda pública y sostenibilidad

Deuda bruta y deuda neta

Qué mide. La deuda pública admite varias delimitaciones.

- *Deuda bruta*: el stock de pasivos que exigen pagos futuros de principal o intereses. Comprende efectivo y depósitos, valores representativos de deuda y préstamos y, en sentido amplio, también DEG, otras cuentas pendientes de pago y los sistemas de seguros, pensiones y garantías estandarizadas (SCN 2008, cap. 22). Acciones y derivados no son deuda.
- *Deuda neta*: la deuda bruta menos los activos financieros de las AA. PP., normalmente los más líquidos.
- *Deuda interna y externa*: según quién sea el tenedor, residente o no residente.

La deuda externa, sobre todo si está en moneda extranjera o a corto plazo, expone al riesgo cambiario y de refinanciación. Una base inversora interna amplia reduce ese riesgo, aunque refuerza el nexo entre el soberano y la banca.

Cálculo. $\Delta D_t = \text{déficit}_t + AF_t$, con AF_t el **ajuste stock-flujo**. Este recoge la adquisición neta de activos financieros, las privatizaciones, los efectos de valoración (como el del tipo de cambio sobre la deuda en divisas) y las diferencias entre devengo y caja.

Referencias. Según el FMI, la deuda bruta alcanzó en 2025 el 93,9 % del PIB en el conjunto del mundo (R; FMI, 2026).

- *Economías avanzadas*: 108,0 % del PIB.
- *Emergentes de renta media*: 75,3 % del PIB.
- *Países de renta baja*: 48,2 % del PIB.

El valor de referencia de la UE es el 60 % del PIB (O; TFUE, Protocolo 12).

Deuda PDE ("de Maastricht") y pasivos SEC

Qué mide. Las dos medidas difieren en cobertura y valoración.

- *Deuda PDE*: la que se notifica en el procedimiento de déficit excesivo. Está consolidada dentro de las AA. PP., se valora al nominal y solo incluye efectivo y depósitos, valores de deuda y préstamos (O; Reglamento (CE) 479/2009).
- *Pasivos SEC*: se valoran a precios de mercado e incluyen más instrumentos, por ejemplo otras cuentas pendientes de pago.

Cómo leerlo. Por su mayor cobertura, los pasivos SEC **suelen** ser mayores, pero no siempre. Cuando los tipos suben, el valor de mercado de los bonos cae por debajo del nominal, como ocurrió en 2022-2023 (Eurostat). Salvo que se pregunte, basta con usar la cifra del cuadro.

Dinámica de la deuda

Cálculo. Sean b la ratio deuda/PIB, sp el saldo primario en % del PIB, r el tipo de interés real implícito (intereses del año sobre la deuda del año anterior, deflactado por P_Y), g el crecimiento real del PIB (g_Y, en tanto por uno) y af el ajuste stock-flujo en % del PIB. Entonces

$$\Delta b_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t}\, b_{t-1} - sp_t + af_t.$$

La expresión es exacta si se usan el tipo nominal i y el crecimiento del PIB nominal en lugar de r y g. Con $r = i - \pi$ es solo una aproximación.

Cómo leerlo. El primer término es el **efecto bola de nieve**. Si $r > g$, la ratio aumenta aunque el saldo primario sea nulo, y si $r < g$ puede bajar incluso con un déficit primario moderado. Descomponer Δb en sus tres sumandos responde a la pregunta de por qué ha variado la deuda. Una rebaja de la calificación o una subida de la prima de riesgo eleva r y retroalimenta la dinámica.

Saldo primario estabilizador

Cálculo. El saldo primario que mantiene constante la ratio de deuda (con $af = 0$) es

$$sp^* = \frac{r - g}{1 + g}\, b_{t-1}.$$

Cómo leerlo. Si $sp < sp^*$, la ratio crece, y la diferencia $sp^* - sp$ mide el ajuste necesario. Con deuda alta y $r > g$ hacen falta superávits primarios sostenidos.

Deuda y crecimiento

Cómo leerlo. No hay un umbral de deuda robusto a partir del cual el crecimiento se desplome. El 90 % de Reinhart y Rogoff (2010) está **discutido**, porque Herndon, Ash y Pollin (2013) hallaron errores de codificación, exclusión selectiva de datos y una ponderación poco convencional. Una vez corregidos, el crecimiento medio con deuda superior al 90 % es del 2,2 % y no del −0,1 % (C).

Referencias. Un aumento de 10 pp de la ratio de deuda sobre el PIB se asocia con unos 0,2 pp menos de crecimiento anual per cápita (C; Kumar y Woo, 2010).

6.4. Reglas fiscales de la UE

Qué mide. Los valores de referencia del Tratado se mantienen, con un déficit de hasta el 3 % y una deuda de hasta el 60 % del PIB (O; TFUE, Protocolo 12). Desde la reforma de 2024, el indicador operativo único es una **senda de gasto primario neto**, fijada en un plan fiscal-estructural de medio plazo con un periodo de ajuste de cuatro años ampliable a siete. Ese gasto excluye los intereses, las medidas discrecionales de ingresos, el gasto en programas de la UE financiado con fondos de la UE y su cofinanciación nacional, el componente cíclico del gasto en desempleo y las medidas puntuales y temporales (O; Reglamento (UE) 2024/1263, art. 2).

Referencias. El marco añade dos salvaguardias a la senda de gasto.

- *Sostenibilidad de la deuda*: con deuda superior al 90 % del PIB, reducción media de al menos 1 pp anual, y con deuda entre el 60 % y el 90 %, de al menos 0,5 pp (O; Reglamento (UE) 2024/1263, art. 7).
- *Resiliencia del déficit*: véase *Saldo estructural* (apartado 6.2).

6.5. Cuadro resumen

Indicador	Lectura	Umbral o referencia
Gasto / ingresos públicos (% PIB)	Tamaño del sector público y composición	UE 2025: 49,5 % / 46,4 % (R; Eurostat, 2026)
Presión fiscal (% PIB)	Impuestos más cotizaciones	OCDE 2024: 34,1 % (R; OCDE, 2025)
Saldo total (% PIB)	Ingresos menos gastos; mezcla ciclo y discrecionalidad	UE: déficit ≤ 3 % (O; TFUE). Avanzadas 2025: $-4{,}4$ % (R; FMI, 2026)
Componente cíclico	$\varepsilon\, \tilde{y}$	$\varepsilon \approx 0{,}5$ en la UE (R; Mourre y Poissonnier, 2019)
Saldo estructural	Ajustado del ciclo y de medidas temporales	UE: margen de $-1{,}5$ % del PIB (O; Reglamento (UE) 2024/1263)
Δsep (esfuerzo fiscal)	Contractiva si > 0, expansiva si < 0; comparar con $\tilde{y}$	UE: +0,4 / +0,25 pp anuales si se supera el margen (O; Reglamento (UE) 2024/1263)
Deuda bruta (% PIB)	Stock; revisar su composición	UE: 60 % (O; TFUE). Avanzadas 2025: 108,0 % (R; FMI, 2026)
Saldo primario estabilizador	$sp^* = \frac{r-g}{1+g} b$	Si $sp < sp^*$, la deuda crece
Senda de reducción de deuda (UE)	Salvaguardia del marco de 2024	> 90 %: -1 pp/año; 60-90 %: $-0{,}5$ pp/año (O; Reglamento (UE) 2024/1263)
Deuda y crecimiento	Sin umbral robusto	+10 pp de deuda $\approx -0{,}2$ pp de crecimiento per cápita (C; Kumar y Woo, 2010)

7. Recomendaciones de política económica

Las recomendaciones cierran el dictamen y deben derivarse de él. Cada problema que muestra el cuadro admite una respuesta de estabilización a corto plazo y otra de reforma a medio y largo plazo.

Preguntas guía

- ¿Cuáles son los dos o tres desequilibrios principales?
- ¿Qué instrumentos hay disponibles (política monetaria propia, régimen cambiario, margen fiscal)?
- ¿Qué *policy mix* es coherente con la posición cíclica?
- ¿Qué reformas elevarían el crecimiento potencial o corregirían el desequilibrio de forma duradera?

7.1. Cómo formular las recomendaciones

Es preferible proponer pocas medidas, ordenadas por urgencia, y que cada una remita a un dato del cuadro. Lo habitual es estabilizar primero y reformar después, señalando las tensiones entre ambos plazos. El *policy mix* ha de ser coherente, para que las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial no se contrarresten.

Hay que respetar además las restricciones del país. En una unión monetaria no hay política monetaria ni cambiaria nacional, y sin margen fiscal cualquier estímulo tendrá que ser selectivo. El tono debe ser condicional, porque el cuadro rara vez permite un diagnóstico cerrado: "si la inflación responde a la demanda, convendría…".

7.2. Recomendaciones según el diagnóstico

Crecimiento débil o recesión

Diagnóstico. La economía crece por debajo de su potencial, la brecha de producción es negativa ($\tilde{y} < 0$), el paro aumenta y la inflación es baja.

Corto plazo. Con política monetaria propia y margen, procede relajarla. En el terreno fiscal, conviene dejar actuar a los estabilizadores automáticos y, si hay margen, añadir un estímulo temporal y focalizado.

Medio y largo plazo. Si el problema es el potencial, las reformas deben centrarse en el capital humano, la I+D, la competencia en los mercados de productos, la calidad institucional y las infraestructuras.

Demanda interna débil

Diagnóstico. El consumo o la inversión aportan poco al crecimiento. Hay que identificar la causa, que puede estar en la renta, el empleo, el crédito, la incertidumbre o un proceso de desapalancamiento.

Corto plazo. Si el consumo cae por la pérdida de empleo, procede apoyar la renta de los hogares. Si falla el canal bancario, hay que restablecer el crédito. También puede adelantarse la inversión pública que ya esté preparada.

Medio y largo plazo. Favorecen la inversión un marco regulatorio estable, procedimientos de insolvencia ágiles e incentivos a la inversión productiva.

Mercado de trabajo

Diagnóstico. Paro elevado aun con la brecha de producción cerrada (paro estructural), peso alto del paro de larga duración, curva de Beveridge desplazada hacia fuera, dualidad contractual, baja tasa de actividad y CLU que crecen más que en los socios comerciales.

Corto plazo. Las políticas activas deben focalizarse en los jóvenes y en los parados de larga duración. Ante perturbaciones temporales, los esquemas de reducción de jornada permiten preservar el empleo.

Medio y largo plazo. La dualidad se reduce acercando los costes de extinción de los distintos contratos. La negociación colectiva debería ligar los salarios a la productividad y evitar la indexación a la inflación pasada. La formación profesional y la movilidad completan la agenda.

Inflación o sobrecalentamiento

Diagnóstico. Hay sobrecalentamiento cuando la brecha de producción es positiva ($\tilde{y} > 0$), la inflación subyacente supera el objetivo, los salarios y los CLU se aceleran y el crédito y los precios de los activos crecen con fuerza. Hay que distinguir el origen de la inflación (apartado 5.1).

Corto plazo. La respuesta depende de ese origen.

- *Inflación de demanda*: política monetaria restrictiva, política fiscal sin impulso y, si el motor es el crédito, medidas macroprudenciales.
- *Inflación de oferta o importada* (energía, alimentos, depreciación): no se reacciona al efecto directo, pero sí se evitan los efectos de segunda ronda y el desanclaje de las expectativas. Las ayudas deben ser temporales y focalizadas, sin distorsionar los precios. Un pacto de rentas puede repartir la pérdida de renta real entre salarios y márgenes.

Medio y largo plazo. Conviene diversificar proveedores y fuentes de energía, mejorar la eficiencia energética y reforzar la competencia en los mercados de productos. La credibilidad del banco central es la mejor ancla de las expectativas.

Desequilibrio exterior

Diagnóstico. Déficit corriente persistente, PIIN muy negativa, financiación a corto plazo más que inversión directa, pérdida de competitividad (TCER, CLU relativos) y reservas escasas. Un superávit persistente también es un desequilibrio.

Corto plazo. El ajuste pasa por moderar la absorción, con consolidación fiscal si hay déficits gemelos, por permitir la flexibilidad del tipo de cambio si el régimen lo admite y por reforzar las reservas. Ante una crisis de financiación puede ser necesario un programa del FMI (apartado 4.6). Si el problema es un superávit excesivo, lo indicado es impulsar la demanda interna.

Medio y largo plazo. En una unión monetaria, los costes relativos solo pueden ajustarse mediante ganancias de productividad y moderación salarial. En general conviene mejorar la competitividad no precio, elevar el ahorro nacional, alargar los plazos de la deuda externa y denominarla en moneda propia, y atraer inversión directa.

Sistema financiero

Diagnóstico. Brecha de crédito positiva, auge de la vivienda, ratio de dudosos alta, capital cercano a los mínimos o dependencia de la financiación mayorista. El problema puede ser también el contrario, un sistema poco desarrollado.

Corto plazo. Las medidas se agrupan en tres bloques.

- *Microprudenciales*: saneamiento de balances, recapitalización y pruebas de resistencia.
- *Macroprudenciales*: colchón de capital anticíclico, que se activa en el auge y se libera en la crisis, y límites a las ratios préstamo/valor o servicio de la deuda/renta.
- *Liquidez*: el banco central la proporciona a las entidades solventes ante tensiones de financiación.

Medio y largo plazo. Conviene reforzar los marcos de resolución bancaria, reducir el nexo entre el soberano y la banca y desarrollar los mercados de capitales. En los sistemas poco desarrollados, la prioridad es la profundización y la inclusión financieras.

Déficit y deuda pública

Diagnóstico. Déficit estructural alto, saldo primario inferior al estabilizador ($sp < sp^*$), tipo de interés real implícito superior al crecimiento real ($r > g$), primas de riesgo al alza y deuda a corto plazo o en moneda extranjera.

Corto plazo. Si la financiación está asegurada, conviene evitar una consolidación brusca en plena recesión. Si hay tensiones en los mercados, en cambio, hay que anunciar de inmediato un ajuste creíble. Una consolidación creíble puede reducir la prima de riesgo, aunque la evidencia de efectos no keynesianos (expansivos) es limitada. Una poco creíble, por el contrario, puede agravar el problema.

Medio y largo plazo. La consolidación debe ser gradual y anclarse en un plan a medio plazo y en reglas fiscales (en la UE, la senda de gasto primario neto), con instituciones fiscales independientes. Conviene proteger la inversión pública, mejorar la eficiencia del gasto y de la recaudación y alargar los vencimientos. La reestructuración solo procede si un análisis de sostenibilidad concluye que la deuda es insostenible.

Reto climático

Diagnóstico. Alta intensidad energética o de emisiones, dependencia de combustibles fósiles importados y exposición a fenómenos climáticos.

Corto plazo. Las subvenciones generales a los combustibles deberían sustituirse por ayudas focalizadas.

Medio y largo plazo. Los instrumentos principales son el precio del carbono cuya recaudación se recicle, la inversión en redes y renovables y las normas de eficiencia. La inversión en adaptación y la integración de los riesgos climáticos en la supervisión financiera completan la respuesta.

7.3. Cuadro resumen

Problema	Señal en el cuadro	Orientación de la política
Recesión o crecimiento débil	$\tilde{y} < 0$, paro al alza	Estímulo si hay margen; reformas de oferta
Demanda interna débil	Consumo o inversión estancados	Apoyo a rentas y crédito
Mercado de trabajo	Paro estructural, dualidad	Políticas activas; salarios ligados a productividad
Inflación de demanda	$\tilde{y} > 0$, subyacente al alza	Endurecer política monetaria y fiscal
Inflación de oferta	Energía, alimentos, depreciación	Evitar segunda ronda; pactos de rentas
Desequilibrio exterior	Déficit corriente persistente, PIIN muy negativa	Ajuste de la absorción; competitividad
Sistema financiero	Brecha de crédito, dudosos	Saneamiento; colchones macroprudenciales
Déficit y deuda	$sp < sp^*$, $r > g$	Consolidación creíble y gradual; reglas
Reto climático	Intensidad energética	Precio del carbono; inversión verde

Anexo A. Vocabulario de contabilidad nacional (español–inglés)

Terminología del SCN 2008, el SEC 2010 y el MBP6 en su versión inglesa, con la ortografía estadounidense que usa el FMI.

Español	**Inglés**
Activos de reserva	*reserve assets*
Activos no financieros no producidos (adquisición neta)	*net acquisition of nonproduced nonfinancial assets*
Ajuste stock-flujo	*stock-flow adjustment*
Brecha de producción	*output gap*
Capacidad o necesidad de financiación	*net lending / net borrowing*
Coste laboral unitario (CLU)	*unit labor cost (ULC)*
Cuenta de otras variaciones de activos y pasivos financieros	*other changes in financial assets and liabilities account*
Deuda pública bruta	*general government gross debt*
Errores y omisiones netos	*net errors and omissions*
Estabilizadores automáticos	*automatic stabilizers*
Excedente bruto de explotación	*gross operating surplus*
Formación bruta de capital	*gross capital formation*
Formación bruta de capital fijo	*gross fixed capital formation*
Índice de precios al consumo (IPC)	*consumer price index (CPI)*
Índice de precios de la vivienda	*house price index (HPI)*
Índice de precios industriales (del productor)	*producer price index (PPI)*
Inflación general	*headline inflation*
Inflación subyacente	*core inflation*
Orientación (tono) de la política fiscal	*fiscal stance*
Otra inversión	*other investment*
PIB potencial	*potential output*
Población activa	*labor force*
Población en edad de trabajar	*working-age population*
Posición de inversión internacional neta (PIIN)	*net international investment position (NIIP)*
Productividad aparente del trabajo	*labor productivity*
Relación real de intercambio	*terms of trade*
Remuneración de asalariados	*compensation of employees*
Renta nacional bruta	*gross national income (GNI)*
Renta primaria	*primary income*
Renta secundaria	*secondary income*
Saldo ajustado del ciclo	*cyclically adjusted balance*
Saldo estructural	*structural balance*
Saldo primario	*primary balance*
Saldo público	*general government balance*
Tipo de cambio efectivo real (TCER)	*real effective exchange rate (REER)*

Anexo B. Fuentes de información

Todas las direcciones se comprobaron el 30 de septiembre de 2026.

Manuales metodológicos

- **Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008, Naciones Unidas).** Norma internacional de la contabilidad nacional. Su capítulo 22 trata el sector de las administraciones públicas y la definición de deuda. Existe versión en español. Su sucesor, el SCN 2025, se implantará en los próximos años. https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp
- **Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010).** Versión europea, jurídicamente vinculante, del SCN 2008 (Reglamento (UE) 549/2013). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0549 (manuales complementarios de Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010/manuals-guidelines)
- **Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, sexta edición (MBP6, FMI).** Recoge las definiciones de la balanza de pagos y de la PII y está disponible en español. La séptima edición (MBP7) lo sustituirá en los próximos años. https://imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm

Bases de datos internacionales

- **FMI, *World Economic Outlook* (WEO).** Ofrece series homogéneas y previsiones a cinco años de las principales variables macroeconómicas, útiles para comparar el país con agregados como las economías avanzadas o las emergentes. https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES:WEO
- **Banco Mundial, *World Development Indicators* (WDI).** Reúne indicadores por país y agregados por nivel de renta. Es la fuente de referencia para las economías en desarrollo y para la estructura de la demanda y de la producción. https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators
- **OCDE, portal de datos.** Cubre el mercado de trabajo, la productividad, los ingresos tributarios (*Revenue Statistics*) y el comercio de los países miembros. https://www.oecd.org/en/data.html (explorador de datos: https://data-explorer.oecd.org/)
- **Eurostat.** Publica las estadísticas armonizadas de la UE, entre ellas las cuentas nacionales, las finanzas públicas (deuda PDE), el IAPC y el mercado de trabajo. https://ec.europa.eu/eurostat/data/database
- **BCE, *ECB Data Portal*.** Contiene las estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro, como los agregados monetarios, los tipos de interés, el crédito y la balanza de pagos. https://data.ecb.europa.eu/

Informes de supervisión

- **FMI, informes del artículo IV.** Son el modelo del dictamen, con un diagnóstico por bloques seguido de recomendaciones. Se encuentran en la página de cada país, cuya dirección termina en su código ISO de tres letras (en el ejemplo, Emiratos Árabes Unidos). https://www.imf.org/en/countries/are

- **Comisión Europea, cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM).** Recoge los indicadores y umbrales oficiales de desequilibrio exterior, competitividad, endeudamiento y empleo en la UE. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-governance-framework/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en

Fuentes nacionales

- **Institutos nacionales de estadística**, p. ej. el INE de España, cuyo glosario DEFIne define los conceptos de cada operación estadística (búsqueda por texto libre). https://www.ine.es/DEFIne/?L=0